

Privatplacierungen

Insbesondere im Hinblick auf Notes

DISSERTATION

der Rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich
zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von
FRANCO TAISCH
von Zürich und Scuol GR

genehmigt auf Antrag der
Herren PD Dr. Dieter Zobl und
Prof. Dr. Peter Forstmoser

Schulthess Polygraphischer Verlag AG, Zürich

1987



Privatplacierungen

Insbesondere im Hinblick auf Notes

DISSERTATION

der Rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich
zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von
FRANCO TAISCH
von Zürich und Scuol GR

genehmigt auf Antrag der
Herren PD Dr. Dieter Zobl und
Prof. Dr. Peter Forstmoser

Schulthess Polygraphischer Verlag AG, Zürich

Die Rechts- und staatswissenschaftliche Fakultät gestattet hierdurch die Drucklegung vorliegender Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

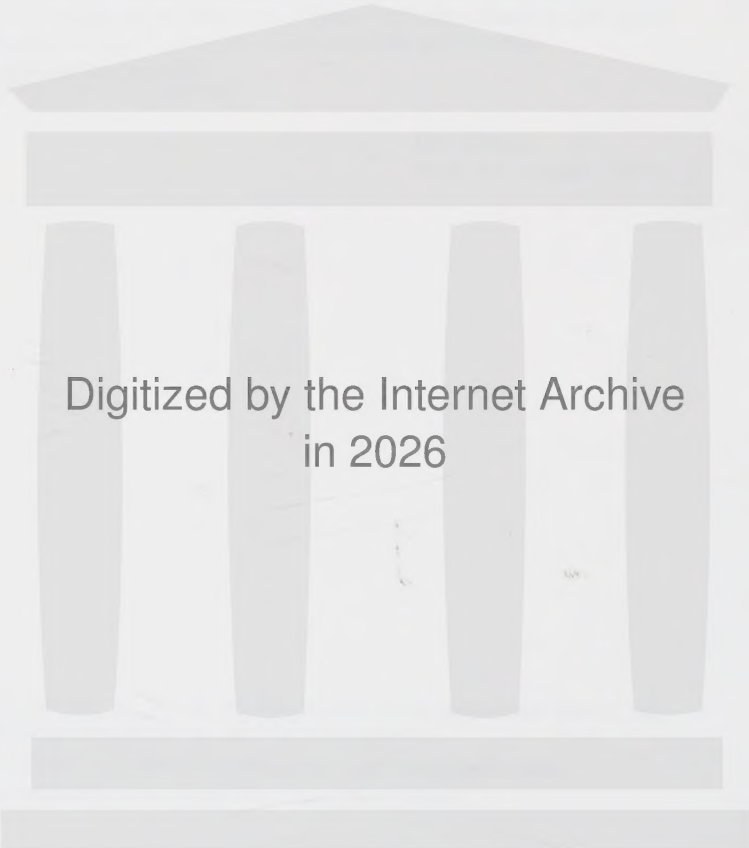
Zürich, den 15. Juli 1987

Der Dekan:
Prof. Dr. Claudio Soliva

Die gleiche Arbeit ist im Schulthess Polygraphischer Verlag AG, Zürich, erschienen als Band 101 der Reihe
Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht,
herausgegeben von Prof. Dr. Peter Forstmoser.

© Schulthess Polygraphischer Verlag AG, Zürich 1987
ISBN 3 7255 2579 X
Druck: Huber Druck AG, Entlebuch

Meiner lieben Silvia



Digitized by the Internet Archive
in 2026

VORWORT

Das vorliegende Thema hat sich aus einem praktischen Anliegen heraus entwickelt.

Auf der einen Seite ist die Privatplacierung von Notes zu einem äusserst beliebten Kapitalbeschaffungs- bzw. Anlageinstrument geworden. Andererseits blieb die gesetzliche Regelung weitgehend ungeklärt.

So schien eine Darlegung sowie Durchdringung der Privatplacierung als Institut an sich und insbesondere im Hinblick auf Notes vonnöten. In diesem Rahmen dann drängte sich vor allem die Beleuchtung des Anlegerschutzes -de lege lata und de lege ferenda- als Bedürfnis auf.

Das Material ist bis Ende Mai 1987 berücksichtigt worden, wobei teilweise erst ab Manuskript vorliegende Publikationen bereits Eingang finden konnten.

Dank gebührt vorab meinen Doktorvätern Prof. Dr. Peter Forstmoser und PD Dr. Dieter Zobl. Beiden danke ich für die Freiheit, welche sie mir in der Ausgestaltung meiner Arbeit gewährt haben. Danken möchte ich Herrn Zobl vor allem für die umsichtige Betreuung und Herrn Forstmoser insbesondere für seine stete Hilfsbereitschaft sowie die in allen Belangen wertvolle und lehrreiche Assistentenzeit.

Dankbar bin ich sodann meinen Assistentenkollegen, Herrn lic.iur. René Bösch und Herrn lic.iur. Adrian Plüss, für die anregenden Diskussionen und Ratschläge sowie die kritische Durchsicht des Manuskriptes. Ferner möchte ich ebenso Herrn Dr. Peter Merz für seine Gesprächsbereitschaft und Manuskriptdurchsicht danken.

Für das Entgegenkommen im Hinblick auf die Gestaltung des Anhanges
sodann danke ich den Herren Dr. Benno Degrandi und Fritz Rüegg.
Schliesslich bin ich allen Instituten und Institutionen, die mir in irgend
einer Weise behilflich waren, zu Dank verpflichtet.

Wädenswil, Mai 1987

Franco Taisch

INHALTSUEBERSICHT

Vorwort

Literaturverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis

1. KAPITEL Grundlagen

§ 1 Emission

§ 2 Entwicklung und Zusammenhänge

§ 3 Problematik

2. KAPITEL Gegenstand

§ 4 Wertpapiere

§ 5 Anlehensobligation insbesondere

3. KAPITEL Wirtschaftliche Funktion

§ 6 Kapitalbeschaffung

§ 7 Negotiabilität

§ 8 Vorteile der privaten Placierung

4. KAPITEL Behandlung de lege lata

§ 9 Rechtliche Grundlagen

§ 10 Rechtsnatur der Rechtsverhältnisse bei den
verschiedenen Emissionsformen

§ 11 Interessenlagen und Kräfteverhältnisse

§ 12 Haftung gegenüber dem Anleger

§ 13 Exkurs: Geltende steuerrechtliche Behandlung von Notes

5. KAPITEL Behandlung de lege ferenda

§14 Notwendigkeit eines weiterreichenden Anlegerschutzes
bei der Emission von Notes

§15 Möglichkeiten eines weiterreichenden Anlegerschutzes

§16 Art und Weise der Durchführung
eines weiterreichenden Anlegerschutzes

6. KAPITEL

und

§17 Schlussbetrachtungen

Anhang: A Vertragsmuster

B Neue Konvention der Bankiervereinigung

LITERATURVERZEICHNIS

Die im Literaturverzeichnis angeführten Publikationen werden mit dem Autorennamen zitiert. Redaktionelle Beiträge sind mit dem Namen des Periodikums bezeichnet. Eine allenfalls abweichende Zitierweise ist jeweils in Klammern vermerkt.

AESCHLIMANN O., Der Krediteröffnungsvertrag nach schweizerischem Recht, Diss. Bern 1925

ALBISETTI E./BODMER D./BOEMLE M./GSELL M./RUTSCHI E., Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz, 3. Aufl., Nachdruck, Thun 1984 (zit. HANDBUCH GBB 3. Aufl.)

ALBISETTI E./BOEMLE M./EHRSAM P./GSELL M./NYFFELER P./RUTSCHI E., Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz, 4. Aufl., Thun 1987 (zit. HANDBUCH GBB)

ALBISETTI E./GSELL M., Bankgeschäfte, Zürich 1979

ALTMANN, E.I., Financial Handbook, 5th ed., New York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapore 1981

AMSTUTZ P./WYSS E., Das eidgenössische Stempelsteuerrecht, Zürich 1930

BANK FUER INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH,
Die Behandlung nicht bilanzwirksamer Risiken der Banken aus der Sicht der Bankenaufsicht, Uebersetzung, Basel 1986 (zit. BIZ-Studie, Nicht bilanzwirksame Risiken)

DIES., Recent innovations in international banking, Basel 1986 (zit. BIZ-Studie, Recent innovations in international banking)

BECKER H., Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, Bd. VI/1 (Art. 1-183), 2. Aufl., Bern 1941

BEELE G., Die Wertpapiere im schweizerischen Recht, Aarau 1937

BLEY S., Grundlagen und Praxis des Wertpapiergeschäftes, 4. Aufl., Stuttgart 1979

- BODMER D./KLEINER B./LUTZ B.**, Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Zürich 1976 mit Nachträgen 1981/1982/1986
- BOEHM K.J.**, Anlegerschutz am Nebenkapitalmarkt, in: Europäische Hochschulschriften, Reihe 5, Bd.213, Frankfurt am Main 1979
- BOEMLE M.**, Wertpapiere des Zahlungs- und Kreditverkehrs sowie der Kapitalanlage, 7. Aufl., Zürich 1986 (zit. BOEMLE, Wertpapiere)
- DERS.**, Unternehmensfinanzierung, 7. Aufl., Zürich 1986 (zit. BOEMLE, Unternehmensfinanzierung)
- DERS.**, Die Bedeutung der Rechnungslegung von Banken, in: Festschrift, 50 Jahre eidgenössische Bankenaufsicht, Zürich 1985 (zit. BOEMLE, Rechnungslegung von Banken)
- DERS.**, Aktienzertifikate, Interims- und Lieferscheine, Diss. St. Gallen 1955 (zit. BOEMLE, Aktienzertifikate)
- BOLLMANN U.**, Zehn Jahre Eurokapitalmarkt, Entwicklung. Struktur und Formen, Diss. Zürich 1973
- BORKOWSKY R./MOOSMANN R.**, Kleiner Merkur, Bd.1. Recht. 3. Aufl., Zürich 1984
- BOTSCHAFT**, Botschaft zu einem Bundesgesetz gegen den unlauteren Wettbewerb (UWG) vom 18. Mai 1983 (zit. Botschaft nUWG 1983)
- BOTSCHAFT**, Botschaft über die Revision des Aktienrechtes vom 23. Februar 1983 (zit. Botschaft Aktienrecht 1983; die in der ersten Lesung des Nationalrates vorgenommenen Aenderungen sind gegebenenfalls als solche gekennzeichnet)
- BOTSCHAFT**, Botschaft zum Bundesgesetz über das internationale Privatrecht (IPR-Gesetz) vom 10. November 1982 (zit. Botschaft IPR 1982; allfällige Aenderungen durch die Lesungen des National- und Ständerates sind als solche gekennzeichnet)
- BOTSCHAFT**, Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung über die Revision des Bankengesetzes vom 13. Mai 1970 (zit. Botschaft BaG 1970)

- BOTSCHAFT**, Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung zu einem Gesetzesentwurf über die Revision der Titel XXIV bis XXXIII des schweizerischen Obligationenrechts vom 21. Februar 1928 (zit. Botschaft 1928)
- BRANDT H.**, Die rechtliche Beziehung zwischen den beim Emissionsgeschäft beteiligten Personen unter besonderer Berücksichtigung der Haftung, Diss. Jena 1911
- BRILL D.H.**, Security Regulation: Economic Purposes, in: Proceedings of the American Society of International Law, at its 62nd annual meeting, Washington D.C. 1968
- BRÜESCH A.**, Einlegerschutz bei Bankeinlagen, Diss. Zürich 1982
- BUECHENBACHER CH./HUBER B.**, Geldanlage international, Ein Ratgeber für die Praxis, Niederglatt (Zürich) 1981
- BUEREN B. VON**, Kommentar zum Bundesgesetz über den unlauteren Wettbewerb, Zürich 1957
- BUERGI W.F./NORDMANN U.**, Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, Bd.V5b/3 (Art.739-771), Zürich 1979
- CANARIS C.W.**, Bankvertragsrecht, 2. Aufl., Berlin / New York 1981
- COHEN M.**, Der Begriff der Bank im schweizerischen Bankengesetz unter besonderer Berücksichtigung der Finanzgesellschaften, Diss. Freiburg 1975
- CUENDET I.**, La faute contractuelle et ses effets, in: Abhandlungen zum schweizerischen Recht, Heft 398, 2ème éd., Bern 1970
- DAVEY P.I.**, Private Placements: Practices and Prospects, in: Conference Board Information Bulletin, No.52, New York 1979
- DELORME H./HOESSRICH H.-J.**, Konsortial- und Emissionsgeschäft, in: Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Bd.11, 2. Aufl., Frankfurt am Main 1971
- DEXHEIMER P./LANG D./UNGNAD D.**, Leitfaden durch das Wertpapiergeschäft, 2. Aufl., Stuttgart 1978
- DOBBS-HIGGINSON M.S.**, Investment Manual, Boston 1982



- DUBACH W., Beiträge zum Recht der Anleiheobligation, Diss. Zürich 1931
- EMCH U./RENN H., Das schweizerische Bankgeschäft, 3. Aufl., Thun 1984
- FEDERAL RESERVE BOARD, Private Placement, Staff-Study, Washington D.C. 1977 (zit. FED Staff-Study)
- FORSTMOSER P., Schweizerisches Aktienrecht, Bd.I/Lieferung 1, Grundlagen, Gründung und Aenderung des Grundkapitals, Zürich 1981 (zit. FORSTMOSER, Aktienrecht)
- DERS., Die Aktienrechtliche Verantwortlichkeit, in: Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Bd.30, Zürich 1978 (zit. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit)
- DERS., Die Aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Manuskript 2. Aufl., Zürich 1987 (zit. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Manuskript 2. Aufl.)
- DERS., AGB und ihre Bedeutung im Bankverkehr, Rechtsprobleme der Bankpraxis, in: Bankwirtschaftliche Forschung, Bd.36, Bern/Stuttgart 1976 (zit. FORSTMOSER, AGB)
- FORSTMOSER P./MEIER-HAYOZ A., Einführung in das schweizerische Aktienrecht, 3. Aufl., Bern 1983
- FUNK F., Kommentar des Obligationenrechts, 2.Bd., Aarau 1951
- GAEDE B., Die Haftung der Banken für Kreditauskünfte, Diss. Paderborn 1970
- GAUCH P./SCHLUEP W.R./JAEGGI P., Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, Bde.I/II, 3. Aufl., Zürich 1983
- GAUTSCHI G., Nichterfüllung, Haftungsgrund und Haftungsverzicht bei Anleiheobligationen, Revolution der Technik, Evolutionen des Rechts, in: Festgabe OFTINGER, Zürich 1969 (zit. GAUTSCHI, Festgabe OFTINGER)
- DERS., Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht, Das Obligationenrecht, Bd.VI/2 (Art.425-491), 2. Aufl., Bern 1962

- GIGER H., Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Das Obligationenrecht, Bd.VI/1 (Art.184-215), Bern 1979
- GOWER L.C.B., Gower's Principles of Modern Company Law, 4th ed., London 1979 (zit. GOWER, Modern Company Law)
- DERS., Review of Investor Protection, Report Part I/Part II, London 1984/1985 (zit. GOWER, Investor Protection)
- GUBLER F.T., Vertretung und Treuhand bei Anleihen nach schweizerischem Recht, Diss. Zürich 1940
- GUGGENHEIM D., Die Verträge der schweizerischen Bankpraxis, 3. Aufl. (Uebersetzung und Neubearbeitung der 2. Aufl.), Zürich 1986
- GUHL T./MERZ H./KUMMER M., Das Obligationenrecht, 7. Aufl., Zürich 1980
- GUT R.E., Der Finanzplatz Schweiz, Entwicklungstendenzen im Euroemissionsgeschäft, Bern 1985
- HAEMMERLI H., Aspekte des schweizerischen Emissionsgeschäftes, In volkswirtschaftlicher, bankwirtschaftlicher und juristischer Sicht, in: Bankwirtschaftliche Forschung, Bd.100, Bern/Stuttgart 1986
- HARDES H.D./RAHMEYER F./SCHMID A., Volkswirtschaftslehre, 15. Aufl., Tübingen 1986
- HERZFELD I., Zur Indexklausel im Währungsrecht, in: Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1963, Basel 1963
- HINSCH L.CH./HORN N., Das Vertragsrecht der internationalen Konsortialkredite und Projektfinanzierungen, Berlin/New York 1985
- HIRSCH G., Die Rechtsverhältnisse des Emissionshauses zu den Beteiligten mit besonderer Berücksichtigung der Haftungsfrage, Diss. Heidelberg 1910
- HOFSTETTER J., Der Auftrag und die Geschäftsführung ohne Auftrag, in: Schweizerisches Privatrecht, Bd.VII/2, Basel/Stuttgart 1979

- HOPT K.J., Aktuelle Rechtsfragen der Haftung für Anlage- und Vermögensberatung, einschliesslich Prospekthaftung, 2. Aufl., Köln 1985 (zit. HOPT, Aktuelle Rechtsfragen)
- DERS., Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975 (zit. HOPT, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken)
- HORN N., Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt am Main 1972
- HUBER F., Der Schutz der Obligationäre, Diss. Bern 1936
- IMBODEN M./RHINOW R.A., Schweizerische Verwaltungsrechtsprechung, Bd.I, 5. Aufl., Basel 1976
- JAEGGI P., Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Das Obligationenrecht, Bd.V/7a (Art.965-989 und 1145-1155), Zürich 1959
- JAEGGI P./DRUEY J.N./GREYERZ CH. VON, Wertpapierrecht, Basel/Frankfurt am Main 1985
- JUCKER K., Der Prospektzwang bei der Emission von Wertpapieren, Diss. Zürich 1924
- KADERLI R.J., Die Sicherung des Bankkredites, Diss. Bern 1938
- KELLER M./SCHOEBI CH., Das Schweizerische Schuldrecht, Bd.I, Allgemeine Lehren des Vertragsrechts, Basel/Frankfurt am Main 1983
- KELLER M./SIEHR K., Allgemeine Lehren des internationalen Privatrechts, Zürich 1986
- KJER V., Optionsanleihen, in: Grundlagen und Praxis des Bank- und Börsenwesens, Bd.13, Berlin 1981
- KLEINER B., Internationales Devisen-Schuldrecht, Fremdwährungs-, Euro- und Rechnungseinheitsschulden, Zürich 1985 (zit. KLEINER, Internationales Devisen-Schuldrecht)
- DERS., Die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Banken, Giro- und Kontokorrentvertrag, 2. Aufl., Zürich 1964 (zit. KLEINER, AGB)
- KOMORZYNSKI J., Die nationalökonomische Lehre vom Credit, 2. Aufl., Innsbruck 1909

- KORMANN R., Die Wandelanleihe im schweizerischen Recht, Diss. Zürich 1965
- KORNDORFER W., Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 7. Aufl., Wiesbaden 1986
- KRAMER E.A., Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, Bd.VI/1 (Allgemeine Bestimmungen), Bern 1980
- DERS., Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Schuldrecht, Bd.2 (Allgemeiner Teil), München 1979 (zit. KRAMER, Münchener Kommentar)
- KRAMER K., Die Emissionstätigkeit der Bankhäuser in juristischer Beleuchtung, Diss. Heidelberg 1929
- KRAUS G., Die Effektenemission, Ihre Darstellung in rechtlicher und wirtschaftlicher Sicht, Diss. Nürnberg 1955
- KRAUSS D., Die Anlageberatung der Kreditbanken, Diss. München 1968
- KUEHL H., Die Rolle einzelner Wertpapierarten auf dem Kapitalmarkt. Die internationale Anleihe, in: Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. GOETHE-Universität, Bd.6. Frankfurt am Main 1973
- KUMMER M., Anwendungsbereich und Schutzgut der privatrechtlichen Rechtssätze gegen unlauteren und gegen freiheitsbeschränkenden Wettbewerb, Bern 1960
- LANG E., Die Haftung des Emittenten gegenüber dem Erwerber von Wertpapieren nach schweizerischem Recht, Diss. Bern 1916
- LAUER J., Vorvertragliche Informationspflichten (insbesondere gegenüber Verbrauchern) nach schweizerischem, deutschem und französischem Recht, in: Abhandlungen zum schweizerischen Recht, Heft 483, Bern 1983
- LEBER H., Schweizerische Banken im US-Effektengeschäft, in: Bankwirtschaftliche Forschung, Bd.82, Bern/Stuttgart 1983

- LOERTSCHER TH., Vertragliche Haftungsbeschränkungen im schweizerischen Kaufrecht, unter besonderer Darstellung von Haftungsbeschränkungsklauseln in AGB, in: Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Bd.22, Zürich 1977
- LOSS L., Fundamentals of Securities Regulation, Boston/Toronto 1983 (zit. LOSS, Fundamentals)
- DERS., Securities Regulations, 2nd ed., vol.I-III, Boston/Toronto 1961, supplement vol.IV-VI, Boston/Toronto 1969 (zit. LOSS, Securities Regulations)
- LUETTICKE K.-E., Elektronische Verbriefung von Effektenrechten, in: Bankrechtliche Sonderveröffentlichungen des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln, Bd.26, Köln 1980
- MEIER H.B., Swiss Capital Markets, in: Euromoney Publications, London 1983
- MEIER-HAYOZ A., Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht, Einleitung, Bd.I/1 (Art.1-10 ZGB: Art.1), Bern 1962
- MEIER-HAYOZ A. CRONE H.C. VON DER, Wertpapierrecht, Bern 1985
- MERZ H., Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht, Einleitung, Bd.I/1 (Art.1-10 ZGB: Art.2), Bern 1962
- MERZ P., Prospektpflicht von Notes, Vortrag gehalten an der Juristentagung Schweizerischer Bankverein/Schweizerische Nationalbank vom 3. Oktober 1986 in Gerzensee, Zürich 1986 (zit. MERZ, Notes)
- MEYER C., Die Bankbilanz als finanzielles Führungsinstrument: unter besonderer Berücksichtigung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen im In- und Ausland, in: Bankwirtschaftliche Forschung, Bd.96, Bern/Stuttgart 1986
- MOHR H., Die schweizerische Bankobligation unter Ausschluss der Pfandbriefe, Diss. Berlin 1961

- MUELLER B., Die zivilrechtliche Haftung aus Empfehlung, Auskunft und Raterteilung nach schweizerischem Recht, Diss. Bern 1934
- NIETLISPACH H., Zur Frage der zivilrechtlichen Verantwortlichkeit für schlechten Rat und falsche Auskunft nach schweizerischem Recht, Diss. Zürich 1948
- NOBEL P., Praxis zum öffentlichen und privaten Bankrecht der Schweiz, Bern 1979/Ergänzungsband 1984
- NUESCHELER H.-B., Wandelobligation und Wandelobligationär im schweizerischen Recht, Diss. Zürich 1969
- OBST G./HINTNER O., Das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 37. Aufl., Stuttgart 1980
- OFTINGER K., Schweizerisches Haftpflichtrecht, Bd.I, 2. Aufl., Zürich 1958
- OSER H./SCHOENENBERGER W., Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, Bd.V/1 (Allgemeine Bestimmungen), 2. Aufl., Zürich 1929
- OSTROWICZ A., Vertragshaftung und Drittschutz, in: Europäische Hochschulschriften, Reihe 2, Bd.231, Frankfurt am Main/Bern u.a. 1980
- PALMER F.B., Company Law, bearbeitet von TOPHAM A.F., 11th ed., London 1921
- PAUL G., Auskunftshaftung in der neueren Rechtssprechung, Diss. Frankfurt am Main 1973
- PEAT/MARWICK/MITCHELL & CO., Public Sale of Securities in the United States, A Guide for Foreign Enterprises, USA 1982
- PETERS K., Rechtliche Entwicklungsmöglichkeiten im Effektenbereich, in: Schriftenreihe zum deutschen und ausländischen Geld-, Bank- und Börsenrecht, Bd.6, Frankfurt am Main 1983
- PREISIG K.W., Rollover-Eurokredit, in: Bankwirtschaftliche Forschung, Bd.37, Bern/Stuttgart 1976

- PUHLE W., Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter und Drittschadensliquidation, in: Europäische Hochschulschriften, Reihe 2, Bd.316, Frankfurt am Main/Bern 1982
- REDICKER C.-H., Convertible Bonds, in: Europäische Hochschulschriften, Reihe 5, Bd.207, Frankfurt am Main/Bern/Las Vegas 1979
- ROLF A.B., Der Börsenprospekt, Eine rechtsvergleichende Studie über den Börsenprospekt in der BRD und in der Schweiz, Diss. Zürich 1969
- SCHERHORN G., Verbraucherinteressen und Verbraucherpolitik, Göttingen 1975
- SCHILTKNECHT K., Der Schweizerische Kapitalmarkt in einer veränderten Umwelt, in: Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Stand und Perspektiven, Seminar HSG-Weiterbildungsstufe vom 12.11.1985, St. Gallen 1985
- SCHLUEP W.R., Innominatverträge, in: Schweizerisches Privatrecht, Bd.VII/2, Basel/Stuttgart 1979
- SCHMID CH., Die unter Mitwirkung der Schweizerischen Bankiervereinigung erfolgten Vereinbarungen, Richtlinien und Empfehlungen, Diss. Zürich 1982 (zit. SCHMID, Bankenvereinbarungen)
- SCHMID CH., Irreführende Werbung, Diss. Zürich 1976 (zit. SCHMID, Irreführende Werbung)
- SCHMIDT R., Die zivilrechtliche Gründerverantwortlichkeit nach deutschem Aktienrechte, München 1888
- SCHMITTHOFF C.M., Palmer's Company Law, vol.I, 22th ed., London/Edinburgh 1976 (zit. SCHMITTHOFF, Palmer's Company Law)
- SCHMITZ F., Kapitalmärkte in der Bewährung, in: Bankverein-Hefte, Nr.10, Basel 1976
- SCHOENENBERGER W./JAEGGI P., Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, Bd.V/1a (Art.1-17), 3. Aufl., Zürich 1973

- SCHOENLE H., La responsabilité des banques pour renseignements financiers inexacts, in: Festschrift DESCHENAUX, Freiburg 1977
- SCHRAFL U.C., Die Aktien-Emission durch Banken nach schweizerischem Recht, Diss. Bern 1939
- SCHUCANY E., Kommentar zum Schweizerischen Aktienrecht, Schweizerisches Obligationenrecht, 26. und 27. Titel, Die Aktiengesellschaft und Kommanditaktiengesellschaft, 2.Aufl., Zürich 1960
- SCHUERMANN H.J., Festübernahme bei Emission von Anleiheobligationen, Diss. Zürich 1971
- SCHUERMANN L., Nationalbankgesetz und Ausführungserlasse, Kommentar und Textausgabe, Bern 1980 (zit. SCHUERMANN, Kommentar)
- SCHUSTER J.B., Anlagefondsgesetz, 2. Aufl., Zürich 1975
- DERS., Öffentliche Emissionen ausländischer Gesellschaften in der Schweiz: der Begriff der öffentlichen Emission, in: Kolloquium Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Beitrag Nr.4b, 5.-6. Mai 1987, Genf 1987 (zit. SCHUSTER, Referat)
- SCHWARK E., Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, München 1979
- SCHWEIZER B./MATTLE A.J., Euromarkt, Geld- und Kapitalmarkt ohne nationale Grenzen, in: SBG-Schriften zu Wirtschafts-, Bank- und Währungsfragen, Nr.62, Zürich 1978 (zit. SBG, Euromarkt)
- SCHWEIZERISCHE BANKGESELLSCHAFT, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, in: SBG-Schriften zu Wirtschafts-, Bank- und Währungsfragen, Nr.93, Zürich 1984 (zit. SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz)

- SCHWEIZERISCHE KREDITANSTALT, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, in: Handbücher aus dem Bankbereich, Schriftenreihe der Schweizerischen Kreditanstalt, Heft 73, Zürich 1985 (zit. SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken)
- SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK, 75 Jahre SNB, Die Zeit von 1957-1982, Zürich 1981 (zit. SNB, 75 Jahre)
- SCHWEIZERISCHER BANKVEREIN, Der schweizerische Kapitalmarkt, Basel 1986 (zit. SBV, Der schweizerische Kapitalmarkt)
- SERLOOTEN P., Les orientations nouvelles de la protection des consommateurs en droit privé français, in: Annales de l'Université des sciences sociales de Toulouse, tome XXVII, Toulouse 1979
- SILBERNAGEL A., Die Gründung der AG nach deutschem, schweizerischem, französischem und englischem Aktienrecht, Berlin 1907
- SMITH L.Y./ROBERSON G.G., Business Law, 3rd ed., St. Paul 1971
- SPIRO K., Die Haftung für Erfüllungsgehilfen, Bern 1984
- STAUDER B., Der bankgeschäftliche Krediteröffnungsvertrag nach deutschem Recht unter Berücksichtigung der in der Schweiz und in Frankreich vertretenen Theorien zu seiner rechtlichen Qualifikation, Bielefeld 1968
- STIGLER G.J., The Citizen and the State, Essays on Regulation, Chicago/London 1975
- STOCKAR C., Uebersicht und Fallbeispiele zu den Stempelabgaben und zur Verrechnungssteuer, Basel 1983 (zit. STOCKAR, Stempelabgaben und Verrechnungssteuer)
- DERS., Zur Frage der rechtlichen Korrektur von Standardverträgen nach schweizerischem Recht, Basel/Stuttgart 1971 (zit. STOCKAR, AGB)
- SUHR K., Schadenersatzhaftung für Rat und Auskunft, Die privatrechtliche Haftung für Vermögensschäden von Banken, Auskunftgebern, Rechtsanwälten und anderen für erteilte falsche Auskünfte in Deutschland, der Schweiz, Frankreich, den Vereinigten Staaten von Amerika und England, Diss. Hamburg 1969

- THE AMERICAN BANKERS ASSOCIATION, BANKING EDUCATION COMMITTEE, The Story of American Banking, New York 1963 (zit. THE AMERICAN BANKERS ASSOCIATION, American Banking)
- THEISINGER K., Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung, Stuttgart 1928
- TROLLER A., Immaterialgüterrecht, Bde.I/II, 3./2. Aufl., Basel/Stuttgart 1983/1971
- TOENDURY H./GSELL E., "Finanzierungen", Das Kapital in der Betriebswirtschaft, Zürich 1948
- TUHR A. VON/PETER H., Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts, Bd.I, 3. Aufl., Zürich 1979
- VONTOBEL H.-D., Kritische Betrachtung zum Recht der Effektenbörse, Diss. Zürich 1972
- WEBER R.H., Gutachten über die Rechtsposition der Anleiheobligationäre und Inhaber von Notes, Zürich 1987
- ZIEGLER A., Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, Bd.VII/6 (Art.1156-1186), Bern 1950
- ZIEGLER B., Haftung der Bank bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Diss. Basel 1980 (zit. ZIEGLER, Anlageberatung)
- ZIMMERLI M., Entstehung und Entwicklung des Notes-Geschäfts, Zürich 1983
- ZWICKY O., Die rechtliche Behandlung des Emissionsgeschäftes, insbesondere von Uebernahme und Unterbringung, Diss. Zürich 1941
- PERIODIKA:**
- Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft, Brüssel
- Bank-Betrieb, Köln
- Betriebs-Berater (Die Bank), Zeitschrift für Recht und Wirtschaft, Heidelberg (zit. BETRIEBS-BERATER)
- Bilanz, Zürich

- Blätter für Zürcherische Rechtsprechung, Zürich
Blick durch die Wirtschaft, Frankfurt am Main
Der Bund, Bern
Euromoney, London
Finanz und Wirtschaft, Zürich
Geschäftsbericht der SNB, Bern
Handelsblatt, Düsseldorf/Frankfurt am Main
Jahresbericht der EBK, Zürich
Neue Juristische Wochenschrift, München/Frankfurt am Main
Neue Zürcher Zeitung, Zürich
Quartalsheft der SNB, Zürich
Schweizerische Aktiengesellschaft, Zürich
Schweizerische Handelszeitung, Zürich
Schweizerische Juristen-Zeitung, Zürich
Schweizerische Zeitschrift für Beurkundungs- und Grundbuch-
recht, Wädenswil
SKA-Bulletin, Zürich
The Wall Street Journal (Europe), Heerlen (Netherlands)
Weltwoche, Zürich
Wirtschaft und Recht, Zürich
World Financial Markets, New York
Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht,
Heidelberg
Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt am Main
(zit. KREDITWESEN)
Zeitschrift für Schweizerisches Recht, Neue Folge, Basel
Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft, Stuttgart
Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankenrecht (Wertpapiermit-
teilungen), Frankfurt am Main (zit. WERTPAPIERMIT-
TEILUNGEN)

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 1. Juli 1966
AG	Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
a.M.	anderer Meinung
Anm.	Anmerkung(en)
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
a.v.	anstatt vieler
BaG	Bundesgesetz über die Banken- und Sparkassen vom 8. November 1934/ 11. März 1971
Bd(e).	Band(Bände)
BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichtes; amtliche Sammlung
BGer.	Bundesgericht
BGH	Bundesgerichtshof
BIZ	Bank für internationalen Zahlungsausgleich
BRD	Bundesrepublik Deutschland
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
co.	company
ders./dies.	derselbe; dieselbe
d.h.	das heisst
Diss.	Dissertation
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
ECU	European Currency Unit
ed.	edition
éd.	édition
EG	Europäische Gemeinschaft
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft

f	folgende, following (Seite, Note, page usw.)
FED	Federal Reserve Board
ff	folgende, following (Seiten, Noten, pages usw.)
FuW	Finanz und Wirtschaft
GBB	Geld-, Bank- und Börsenwesen
gl.M.	gleicher Meinung
GV	Generalversammlung
HSG	Hochschule St. Gallen
i.ä.S.	in ähnlichem Sinne
i.e.S.	in engem Sinne
i.d.R.	in der Regel
i.d.S.	in diesem Sinne
i.S.	im Sinne
i.S.d.	im Sinne des(der)
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds
KG	Bundesgesetz über Kartelle und ähnliche Organisationen vom 20. Dezember 1962
lit.	litera
m.E.	meines Erachtens
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
m.W.	meines Wissens
N	Note(n)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
no.	number(s)
n.p.	(noch)nicht publiziert
Nr.	Nummer(n)

nUWG	Bundesgesetz gegen den unlauteren Wettbewerb vom 19. Dezember 1986 (Referendumsfrist 13. April 1987, noch nicht in Kraft)
N.Y.	New York
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
OGAW	Organisationen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OR	Bundesgesetz über das Obligationenrecht vom 30. März 1911/18. Dezember 1936
p.	page(s)
Rdn.	Randnote(n), Randnummer(n)
RUF	Revolving Underwriting Facility
S.	Seite(n)
SAG	Schweizerische Aktiengesellschaft
SBB	Schweizerische Bundesbahnen
SBG	Schweizerische Bankgesellschaft
SBV	Schweizerischer Bankverein
SDR	Special Drawing Right
SEC	Securities and Exchange Commission
SEGA	Schweizerische Effekten-Giro-AG
SFr.	Schweizerfranken
SHZ	Schweizerische Handelszeitung
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
SKA	Schweizerische Kreditanstalt
SNB	Schweizerische Nationalbank
SNIF	Short Term Note Issuance Facility
StG	Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 27. Juni 1973
StV	Verordnung des Bundesrates über die Stempelabgaben vom 3. Dezember 1973
u.	und

u.a.	unter anderen(anderem), und andere
U.S.	United States
USA	United States of America
usw.	und so weiter
UWG	Bundesgesetz über den unlauteren Wettbewerb vom 30. September 1943
V	Verordnung
VAG	Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über die privaten Versicherungseinrichtungen vom 23. Juni 1978
VBaG	Verordnung des Bundesrates zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972
vgl.	vergleiche
vol.	volume(s)
VStG	Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer vom 13. Oktober 1965
WM	Wertpapiermitteilungen
WuR	Wirtschaft und Recht
z.B.	zum Beispiel
ZBGR	Schweizerische Zeitschrift für Beurkundungs- und Grundbuchrecht
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer(n)
zit.	zitiert(e)
ZR	Blätter für Zürcherische Rechtsprechung
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
z.T.	zum Teil
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
1. KAPITEL Grundlagen	
§ 1 Emission	5
A Emissionsbegriff	5
B Emissionsformen	9
I. Vorbemerkung: Das Emissionsgeschäft	9
II. Selbstemission	10
1. Direkte Placierung	10
2. Kommissionsweise Placierung	10
III. Fremdemission	12
1. Festübernahme	12
2. Syndikats- oder Konsortialvertrag	13
3. Uebernahmevertrag	15
C Emissionsarten	17
I. Oeffentliche Emission	17
II. Private Emission	21
§ 2 Entwicklung und Zusammenhänge	26
A Vorbemerkung	26
B Strukturwandel des Kapitalmarktes	26
C Entfaltung der Emissionstätigkeit	31
§ 3 Problematik	38
2. KAPITEL Gegenstand	
§ 4 Wertpapiere	41
A Begriffsumschreibung	41
B Eignung der verschiedenen Wertpapierarten	42
§ 5 Anleiheobligation insbesondere	43
A Grundsätzlich	43
B Notes	44
I. Terminologisches	44

II. Rechtsnatur	47
1. Wertpapiercharakter	47
a) Charakterisierung	47
b) Abgrenzung zum klassischen Bankkredit	47
2. Effektencharakter	50
3. Anleiheobligationscharakter	50
a) Charakterisierung	50
b) Abgrenzung zum Straight Bond	
(Gewöhnliche Anleiheobligation)	51
c) Abgrenzung zur Kassenobligation	52
d) Abgrenzung zur Euronote-Facility	53
4. Definition	54
III. Erscheinungsformen	54
1. Grundsätzliche Bemerkung	54
2. Straight Notes	54
3. Floating Rate Notes	55
4. Zero Notes	56
5. Perpetual Notes	56
6. Income Notes	57
7. Double Currency Notes	57
8. Convertible Notes / Warrant Notes	58
 3. KAPITEL Wirtschaftliche Funktion	
§ 6 Kapitalbeschaffung	60
§ 7 Negotiabilität	61
§ 8 Vorteile der privaten Placierung	62
 4. KAPITEL Behandlung de lege lata	
§ 9 Rechtliche Grundlagen	64
A Bestehende gesetzliche Regelungen	64
B Konventionen	65

§10 Rechtsnatur der Rechtsverhältnisse bei den verschiedenen Emissionsformen	68
A Im Rahmen der Selbstemission	68
B Im Rahmen der Fremdemission	70
§11 Interessenlagen und Kräfteverhältnisse	72
§12 Haftung gegenüber dem Anleger	76
A Nach OR 1156/752	76
B Nach OR 753	81
C Nach OR 754	81
D Nach UWG	82
E Nach Bankenvereinbarung betreffend das Informationswesen bei Privatplacierungen in SFr. ausländischer Schuldner selbst	85
F Nach Vertrag	88
I. Bei direkter Placierung	88
II. Bei Festübernahme / Kommissionsweiser Placierung	90
G Nach OR 41	94
I. Des Vertragspartners (culpa in contrahendo)	94
II. Dritter	99
H Wegbedingung der Haftung	100
I Fazit	104
§13 Exkurs: Geltende steuerrechtliche Behandlung von Notes	106
A Stempelabgaben	106
B Verrechnungssteuer	107
 5. KAPITEL Behandlung de lege ferenda	
§14 Notwendigkeit eines weiterreichenden Anlegerschutzes bei der Emission von Notes	109

§15 Möglichkeiten eines weiterreichenden Anlegerschutzes	113
A Privatplacierte Notes i.S. einer echten, tatsächlichen Privatplacierung	113
B Privatplacierte Notes i.S. einer unechten, nur als solche bezeichneten, Privatplacierung	114
I. Publizität	114
II. Börsenkotierung	115
III. Zivilrechtliche Prospektpflicht und -haftung	115
IV. Aufsicht	118
V. Sicherung eines Haftungssubstrates	120
 §16 Art und Weise der Durchführung eines weiterreichenden Anlegerschutzes	 124
A Aufgrund einer Konvention	124
B Aufgrund eines Erlasses	125
 6. KAPITEL	
und	
§17 Schlussbetrachtungen	132

1. KAPITEL GRUNDLAGEN

§ 1 EMISSION

A EMISSIONSBEGRIFF

Unter Emission ist die erstmalige Ausgabe von Effekten inklusive deren Unterbringung am Kapitalmarkt mittels spezifischer Modalitäten zu verstehen ¹.

Die Begriffsmerkmale umschreiben sich wie folgt:

Unter Ausgabe versteht man die Uebertragung von Wertpapieren durch den Emittenten ² an den ersten Uebernehmer gegen Zahlung des vereinbarten Preises. Die zur Diskussion stehenden Papiere dürfen in keiner Weise bereits irgendwie aufgetreten sein. Damit ist die Emission von allen anderen -auf das erste Inverkehrbringen folgenden- Transaktionen abzugrenzen ³.

Der Gegenstand dieser erstmaligen Ausgabe ist auf Effekten beschränkt. Damit soll eine klare Abgrenzung zur Ausgabe anderer Wertpapiere und insbesondere auch zur einfachen Darlehensgewährung erreicht werden.

Effekten sind fungible Wertpapiere. Fungibilität zeichnet sich durch Handelbarkeit, welche Vertretbarkeit und Verkehrsschutz voraussetzt, und Eignung als Kapitalanlage aus ⁴.

¹ Zu den zahlreichen verschiedenen Umschreibungen vgl. u.a. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.68; CANARIS Rdn.2237; HANDBUCH GBB S.252; BOEMLE, Wertpapiere, S.89; SCHUERMANN S.5; HAEMMERLI S.36 ff.

² Darunter wollen wir hier den Kapitalnehmer verstehen.

³ Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.68; CANARIS Rdn.2237; EMCH/RENZ S.388; BLEY S.170; HORN S.89.

⁴ Vgl. LUETTICKE S.20 ff; auch CANARIS Rdn.772 ff; HANDBUCH GBB S.236; sodann SCHUERMANN S.9, welcher i.d.S. von Börsengängigkeit spricht; HAEMMERLI S.9 ff; dazu auch VONTOBEL S.14; REDICKER S.7; THEISINGER S.17 ff.

Vertretbarkeit erreicht man, indem die Titel als Massenspapiere ausgestaltet werden, die dadurch gekennzeichnet sind, dass sie auf einen Zeitpunkt hin in Serie zu gleichen Bedingungen ⁵ ausgegeben werden und sowohl inhaltlich identische als auch aus dem gleichen Rechtsgrund entstehende Rechte verurkunden ⁶. So wird eine Vertretbarkeit erreicht, welche das Massenspapier -nun eben als Gattungsware- vom Einzelpapier unterscheidet ⁷.

Der Verkehrsschutz ist abhängig von der Wertpapierform. Es bedarf darum einer Differenzierung zwischen Wertpapieren öffentlichen Glaubens und solchen nicht öffentlichen Glaubens. Erstere umfassen Inhaber- und Orderpapiere, letztere erschöpfen sich in Namenpapieren (Rectapapieren). Inhaber- und Orderpapiere sind derart gestaltet, dass ihr Erwerber in seinen berechtigten Erwartungen hinsichtlich der Person des Veräusserers und bezüglich des Urkundeninhaltes geschützt wird. Namenpapiere hingegen geniessen keinen Verkehrsschutz, hier ist grundsätzlich die materielle Rechtslage massgebend ⁸. Effekten weisen deshalb die Form von Inhaber- oder Orderpapieren auf.

Die Eignung als Kapitalanlage endlich, welche in erster Linie durch die subjektive Verwendungsabsicht des Anlegers bestimmt wird und sich oft in einem Vergütungsmoment manifestiert, soll eine Abgrenzung zu rei-

⁵ Auf einen Zeitpunkt hin ist i.S.v. wenigen, d.h. zwei bis fünf Tagen zu verstehen; vgl. HAEMMERLI S.38; sodann SCHRAFL S.16; SCHUERMANNS S.5 Anm.12, wonach darum die Ausgabe von Kasenobligationen richtigerweise nicht als Emission betrachtet werden kann; ebenso LANG S.7; anders u.a. HORN S.89, dessen Emissionsumschreibung unabhängig vom zeitlichen Faktor ist.

Nicht zutreffend erscheint mir die Behauptung SCHUERMANNS S.6, dass mit dem zeitlichen Merkmal "die Begriffe der öffentlichen Emission und der Emission durch Placierung unter der Hand nicht mehr benötigt" werden. Die Zeitspanne, in der die Emission erfolgt, ist für die Differenzierung zwischen öffentlicher und privater Placierung -die Placierung unter der Hand versteht sich als solche- m.E. unwesentlich, entscheidend sind der Adressatenkreis und die Intensität der Offenlegung. Eine Unterscheidung hinsichtlich dieser beiden Emissionsarten -vorausgesetzt natürlich, dass die Begriffselemente der Emission überhaupt erfüllt sind- erübrigt sich deshalb in keiner Weise; vgl. dazu auch hinten S.17 ff.

⁶ JAEGGI, Kommentar zu Art.965 N275; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.47; SCHUERMANNS S.6 u. 8 f.

⁷ Vgl. SCHUERMANNS S.9.

⁸ Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §4 Rdn.1 ff und Vorbemerkungen zu §6 Rdn.1 ff; sodann JAEGGI/DRUEY/VON GREYERZ S.53 ff.

nen Zahlungsmitteln herbeiführen⁹.

Das Merkmal der endgültigen Unterbringung bei den Anlegern am Kapitalmarkt trägt der komplexen wirtschaftlichen Seite des Emissionsvorganges Rechnung¹⁰.

Die Art und Weise, wie solche Papiere untergebracht werden, ist nicht fixiert¹¹. In der Regel schliessen die Parteien Kaufverträge ab¹².

Der Kapitalmarkt stellt ganz umfassend den Markt, das zusammenhängende Ganze von Nachfrage und Angebot nach einem Gut¹³, für mittel- und langfristige Gelder dar. Kurzfristige Mittel hingegen findet man am Geldmarkt, welcher wiederum mit dem Kapitalmarkt zusammen den Kreditmarkt bildet¹⁴. Die Grenzen sind hier fliessend¹⁵. Es ergeben sich u.a. dadurch Ueberschneidungen, dass "Anleihen mit einer kurzen Restlaufzeit vom Investor gerne wie Geldmarktanlagen verwendet werden"¹⁶. Der Kapitalmarkt nun setzt sich aus verschiedenen Bereichen zusammen, die Emission stellt einen solchen Teilbereich dar¹⁷.

Der Begriff des Kapitalmarktes ist einer der unpräzisesten und erklärungsbedürftigsten in unserer Fach- und Alltagssprache. Insbesondere erweist sich die Fristigkeit als Abgrenzungskriterium zum Geldmarkt als zu willkürlich¹⁸. Juristisch relevant -und damit auch zu erfassen- ist hingegen das Angebot, mit dem der Kapitalnehmer an den Markt tritt¹⁹.

9 LUETTICKE S.21 f meint: "die der -langfristigen- Kapitalanlage dienen, d.h. dauerhafte Erträge des (in ihnen angelegten) Kapitals erzielen", wobei die Fristigkeit als Abgrenzung zu Geldmarktpapieren verstanden werden soll; ähnlich THEISINGER S.17 ff; zur Geldmarktabgrenzung vgl. sogleich folgend.

10 DELORME/HOESSRICH S.50 zeigen überzeugend die Notwendigkeit auf, von einer juristisch eingengten Betrachtungsweise abzukommen.

11 Zutreffend SCHUERMANN S.8, vgl. auch bei diesem zitierte a.M.; ebenso HAEMMERLI S.40; zur Rechtsnatur der verschiedenen Emissionsformen vgl. hinten S.68 ff.

12 Man "denke aber auch an Gratisaktien", wie SCHUERMANN S.8 richtig bemerkt.

13 Vgl. a.v. HARDES/RAHMEYER/SCHMID S.20.

14 Dazu HANDBUCH GBB S.403; der Begriff Kreditmarkt wird vorwiegend im Ausland verwendet, scheint mir aber sinnvoll.

15 Vgl. BOEMLE, Unternehmensfinanzierung, S.120.

16 SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.11.

17 Vgl. HANDBUCH GBB S.365.

18 Vgl. K.J. HOPT, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, in: ZHR 141(1977) 419 f u. dort zit. Literatur; HAEMMERLI S.3 f.

Bei der vorliegenden Umschreibung der Emission handelt es sich dabei eben um Effekten ²⁰. Das Begriffselement "Kapitalmarkt" selbst soll darum einzig -aber immerhin- die wirtschaftliche Unterbringung dieser Papiere an einem entsprechenden Markt einbeziehen. Die Modalitäten des Teilbereiches Emission ²¹ sind dadurch gekennzeichnet, dass sich das Angebot an mehr als eine einzelne Person richten muss. Damit enthält die vorliegende Umschreibung auch das von SCHUERMANN ²² als notwendig erachtete Angebot an eine Mehrzahl von Personen. Ausgeschlossen soll nur der Fall werden, wo sich das Angebot eben nur an eine einzelne Person richtet. Von einer eigentlichen Öffentlichkeit als Begriffsmerkmal der Emission kann -so meine ich- nicht gesprochen werden ²³.

Die Erstausgabe und die Unterbringung bestehen schliesslich in einer Vielzahl von Rechtsgeschäften, welche als Gesamtheit die Emission ausmachen ²⁴.

19 Zutreffend K.J. HOPT, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, in: ZHR 141(1977) 421.

20 Vgl. vorne S.5 f.

21 Als relevanter Markt zu verstehen, vgl. dazu u.a. HARDES/RAHMEYER/SCHMID S.468 und dort zitierte Literatur.

22 SCHUERMANN S.6 und dort zitierte Literatur; vgl. ebenso Art.44 der alten Vollziehungsverordnung zum Bundesgesetz über die Stempelabgaben von 1918.

23 Vgl. EMCH/RENZ S.388; ähnlich SCHUERMANN S.6 f., der nur von einer Mehrzahl spricht und unter Öffentlichkeit erst eine Vielzahl von Personen subsumiert; auch BOEMLE, Aktienzertifikate, S.145 f lässt die Beschränkung auf einen bestimmten Personenkreis zu; a.M. BRANDT S.1, welcher für einen "unbeschränkten Kreis von Personen" eintritt; ebenso a.M. HAEMMERLI S.39 f., der eine gewisse Öffentlichkeit i.S.eines grösseren Personenkreises voraussetzt; vgl. daneben in stempelsteuerrechtlicher Hinsicht -auf das alte Stempelgesetz von 1917 bezogen- AMSTUTZ/WYSS, Kommentar zu Art.30 N9, wonach das Angebot "an zwei oder ganz wenige Personen" nicht unter die Steuerpflicht fallen soll.

24 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.68; CANARIS Rdn.2237.

B EMISSIONSFORMEN

I. VORBEMERKUNG: DAS EMISSIONSGESCHAEFT

Im Hinblick auf den Begriff der Emission hat das Emissionsgeschäft nur dort selbständige Bedeutung, wo ein Dritter -eine Bank oder ein ähnliches Institut- als Verbindung zwischen Emittent und Zeichner in Erscheinung tritt. Aus der Sicht des Kapitalnehmers allein mag eine Identität der Begriffe Emission und Emissionsgeschäft vorliegen. Hier genügt es, von Emission zu sprechen ²⁵.

Das Emissionsgeschäft umfasst nun eine Vielzahl von Handlungen, welche zur Erreichung des Emissionszweckes unternommen werden ²⁶. So können Beratung des Emittenten, Börseneinführung, Kurspflege und insbesondere Vertriebsfunktion anlässlich der Placierung angegeben werden. Dies wiederum führt zu einer Vielzahl von Verträgen, man denke vor allem an den Vertrag mit dem Emittenten -den Emissionsvertrag ²⁷ -, den Konsortialvertrag und die Verträge mit den Zeichnern ²⁸.

Das Emissionsgeschäft definiert sich somit als Summe der Handlungen Dritter, die dazu dienen, Effekten, "die vom Emittenten auszustellen sind, auf einmal und zu gleichen Bedingungen in der letzten Hand unterzubringen" ²⁹.

²⁵ SCHUERMAN S.11; ebenso HAEMMERLI S.42.

²⁶ Vgl. HAEMMERLI S.43 f.

²⁷ Dieser oft verwendete Begriff weist selbst keine rechtliche Bedeutung auf. Es kommt ihm als Oberbegriff einzig klassifikatorischer Wert zu; vgl. SCHUERMAN S.24 f.

²⁸ DELORME/HOESSRICH S.48 f.

²⁹ SCHUERMAN S.12; BOEMLE, Aktienzertifikate, S.146; vgl. sodann HAEMMERLI S.42; DELORME/HOESSRICH S.51.

II. SELBSTEMISSION

1. DIREKTE PLACIERUNG

Der Kapitalnehmer führt hier die Emission im eigenen Namen und auf eigene Rechnung und Gefahr durch. Er allein tritt mit dem Publikum in Kontakt, besorgt sämtliche Vorkehrungen hinsichtlich der auszugebenden Papiere und trägt das Risiko des Placierungserfolges vollständig selbst ³⁰.

Als ursprüngliche Placierungsform ist die direkte Placierung heute unüblich geworden. Man findet diese Form der Begebung vor allem noch bei Anleihen und Kapitalerhöhungen von Banken ³¹. Der Grund liegt darin, dass nur noch letztere -entsprechend der immer mehr zunehmenden Komplexität der herrschenden Verhältnisse- über die notwendige Infrastruktur, das erforderliche Know-how und durch eine bedeutende Anlegerkundschaft auch über gute Unterbringungschancen verfügen.

2. KOMMISSIONSWEISE PLACIERUNG

Durch die Zwischenschaltung von Banken wird bei der kommissionsweisen Placierung die Verteilerorganisation dieser Institute im Sinne von Art. 425 ff OR zu Nutze gemacht. Dafür erhalten diese als Entschädigung eine sogenannte Guichetkommission. Die entsprechenden Banken nehmen Zeichnungen des Publikums in eigenem Namen, aber für Rechnung und auf Risiko des Kapitalnehmers entgegen ³².

³⁰ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.73; CANARIS Rdn.2236; HANDBUCH GBB S.252; ALBISETTI/GSELL S.161 f; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.26; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.6; SCHUERMANN S.10.

³¹ Daneben sind höchstens noch vereinzelt die öffentliche Hand oder erstklassige Industrieadressen als Emittenten wirtschaftlich und praktisch denkbar; vgl. SCHUERMANN S.10.

³² MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.77; HANDBUCH GBB S.252; ALBISETTI/GSELL S.162; SCHUERMANN S.26 f; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.26; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.6 f.

Die Zuordnung der relativ wenig verbreiteten ³³ kommissionsweisen Placierung wird in der Literatur uneinheitlich gehandhabt. Einmal erscheint sie unter Selbst- ³⁴, ein andermal unter Fremdemission ³⁵. Je nachdem, welches Element der ihr eigenen Mittelstellung in den Vordergrund treten soll, kommt man zum einen oder anderen Schluss.

In der Literatur wird vorwiegend mit dem Kriterium der Risikotragung argumentiert ³⁶, was als durchaus sinnvoll erscheint. Denn wer die Konsequenzen eines Misslingens der Emission zu tragen hat, steht sowohl wirtschaftlich als auch juristisch im Vordergrund.

Hier darf man aber nicht stehenbleiben. Denn wenn man schon an einer Terminologierung Fremd-/Selbstemission -obwohl daraus keine rechtlichen Konsequenzen abgeleitet werden können- festhalten will, so muss gerade bei der Emission, die sich typischerweise nach aussen richtet ³⁷, neben dieses innere Kriterium ein äusseres hinzutreten. Darunter verstehe ich die Frage, welches Subjekt mit dem Publikum -insbesondere bei der Zeichnung- in Kontakt tritt. Wird letzteres vom Kapitalnehmer selbst getan, so steht dieser auch nach aussen im Vordergrund. Wird es von einer Bank in ihrem eigenen Namen besorgt, interpretiert das Publikum die Sachlage dahingehend, dass sich die Bank mit der Emission völlig identifiziert. Dies wiederum lässt das Vertrauen und den Goodwill der Bank gegenüber dem Kapitalsuchenden erkennen und beeinflusst den Anlageentscheid entsprechend ³⁸. Wer nach aussen als Vertragspartner beim Publikum in Erscheinung tritt, kann darum von ebenso zentraler Bedeutung sein.

³³ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.70.

³⁴ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.77; ALBISETTI/GSELL S.162; DELORME/HOESSRICH S.53 f.

³⁵ SCHUERMANN S.11 Anm.42 i.V.m. S.16; BOEMLE, Wertpapiere, S.89; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.25; HAEMMERLI S.18.

Keine Zuordnung HANDBUCH GBB S.252 und SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.6.

³⁶ So u.a. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §12 Rdn.77.

³⁷ Vgl. emissio - Aussendung, Herausgabe, Ausgabe; dazu auch DELORME/HOESSRICH S.49.

³⁸ Aehnlich -obwohl als Fremdemission qualifizierend- SCHUERMANN S.15 f; auch ZWICKY S.69; vgl. sodann HAEMMERLI S.300 f.

Beide Kriterien -das innere und das äussere- müssen herangezogen werden. Solange also der Kapitalnehmer auf eigenes Risiko und/oder in eigenem Namen auftritt, liegt eine Selbstemission vor. Der Schritt zur Fremdemission ist noch nicht vollzogen. Erst wenn ein Dritter auf eigenes Risiko und in eigenem Namen für den Kapitalsuchenden die Emission oder zumindest den Vertragsschluss mit dem Anleger durchführt, haben wir es mit einer Fremdemission zu tun.

Demnach fehlt bei der kommissionsweisen Placierung das innere Element, um diese Emissionsform als Fremdemission bezeichnen zu können. Es liegt immer noch eine Selbstemission vor ³⁹.

III. FREMDEMISSION

1. FESTÜBERNAHME

Das Emissionshaus übernimmt hier die Titel in vollem Umfange fest zu Eigentum mit dem Zweck, selbige am Kapitalmarkt beim Publikum unterzubringen. Letzteres geschieht in eigenem Namen und auf eigene Rechnung. Das Placierungsrisiko wird auf das Emissionshaus abgewälzt ⁴⁰. Der Dienstleistungsbereich wird verlassen, man befindet sich mitten im Eigengeschäft der Banken ⁴¹.

Die Festübernahme ist die gebräuchlichste Emissionsform in der Schweiz.

³⁹ Was richtigerweise für die von SCHUERMANN S.17 f weiter aufgeführten speziellen Formen ("vermittlungsweise Placierung" und "Placierung der Bank in fremden Namen und auf eigene Rechnung") eine Qualifizierung als Selbstemission bedeutet.

Das sogenannte Tendersverfahren ist m.E. keine Placierungsform im juristischen Sinne, sondern beschreibt nur eine spezielle Technik, die innerhalb einer Form angewendet wird; vgl. dazu MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.21 ff; anders HAEMMERLI S.19; ebenso anders SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.26 f.

⁴⁰ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.78; HANDBUCH GBB S.252 f; ALBISETTI/GSELL S.162; SCHUERMANN S.16, 40 ff; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.28 f; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.7; HAEMMERLI S.20.

⁴¹ ALBISETTI/GSELL S.162.

Um das Risiko breit gefächert abstützen und den Publikumskreis so weit wie möglich ziehen zu können, werden oft Bankensyndikate oder -konsortien gebildet ⁴².

2. SYNDIKATS- ODER KONSORTIALVERTRAG

Syndikate oder Konsortien konstituieren sich in der Form einer einfachen Gesellschaft im Sinne von Art. 530 ff OR ⁴³.

Beide Begriffe sind je nach der Dauer des Zusammenschlusses streng juristisch zu trennen ⁴⁴.

Handelt es sich dabei um einen dauernden Zusammenschluss von Banken zur Durchführung von Emissionen derselben Kapitalnehmer, spricht man von Syndikaten. Solche permanente Syndikate bestehen für private sowie öffentlich-rechtlich konstituierte inländische Emittenten und für die Begebung von Schweizerfrankenanleihen ausländischer Kapitalnehmer ⁴⁵.

Bloss vorübergehende Zusammenschlüsse von Banken zur Durchführung einer einzigen Emission stellen dagegen Konsortien dar ⁴⁶.

Es fragt sich aber, ob das Festhalten an einer solchen strengen Betrachtungsweise überhaupt sinnvoll erscheint. Eine praktische Relevanz ist nicht ersichtlich.

Oeffentliche Placierungen werden durchwegs von ständigen Syndikaten, Privatplacierungen hingegen in der Regel von einer Bank allein oder

⁴² MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.79; CANARIS Rdn.2237; HORN S.141.

Die Bildung von Syndikaten bzw. Konsortien steht natürlich auch bei der kommissionsweisen Placierung zur Verfügung, nur wird davon verhältnismässig selten Gebrauch gemacht; vgl. DELORME/HOESSRICH S.54; auch BLEY S.175.

⁴³ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.81; vgl. sodann HANDBUCH GBB S.255; EMCH/RENN S.392.

⁴⁴ Zutreffend MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.79, wonach in Praxis aber oft in anderem Sinne verwendet.

⁴⁵ Zum aktuellen Stand vgl. HAEMMERLI S.254 f; sodann SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.34 ff; auch Zusammenstellung der Syndikate bei Auslandemissionen, in: NZZ 21./22.06.1986.

⁴⁶ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.79, wonach oft fälschlicherweise von Ad-hoc-Syndikaten gesprochen wird. So als aktuelle Beispiele SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.37 oder HAEMMERLI S.261.

einem Ad-hoc-Konsortium übernommen ⁴⁷. Der eine Markt ist darum sehr kartelliert ⁴⁸, der andere gestaltet sich diesbezüglich äusserst flexibel.

Der Syndikats- oder Konsortialvertrag umschreibt nun die Rechte und Pflichten der beteiligten Emissionshäuser.

Das vom Emittenten mit der Durchführung der Emission beauftragte Institut hat die Federführung (lead management) inne. Es führt die Verhandlungen, arbeitet den Uebernahmevertrag und die gesamte Dokumentation -insbesondere den Prospekt- aus, nimmt die Zuteilung unter den Syndikats- bzw. Konsortialmitgliedern vor und erstellt die Abrechnung, überweist dem Emittenten den Emissionserlös, organisiert eine eventuelle Kotierung und ist allgemein für eine reibungslose Durchführung der Emission und einen geordneten Sekundärmarkt verantwortlich ⁴⁹.

Folgende Bestimmungen charakterisieren im wesentlichen den Syndikats- oder Konsortialvertrag ⁵⁰:

- Festlegung der Beteiligungsquoten aufgrund der jeweiligen Placierungskraft unter Ausschluss der Solidarhaftung und Aufführung eventueller Vorquotenrechte (in der Regel für die Bank, welche das Emissionsgeschäft einbringt).
- Einräumung eines sogenannten Ausschlussrechtes, d.h der Befugnis der Mitglieder, "einen bestimmten Prozentsatz, häufig 50%, ihrer Syndikatsbeteiligung vorgängig des öffentlichen Angebotes von der Zeichnung auszuschliessen und sich die betreffenden Stücke zum voraus zu sichern" ⁵¹.

⁴⁷ SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.37.

⁴⁸ Vgl. dazu WEBER I.2.2. u. I.2.4.; ferner NZZ 21./22.06.1986.

⁴⁹ HANDBUCH GBB S.255 f.; ALBISETTI/GSELL S.164; EMCH/RENZ S.392; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.33; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.14.

⁵⁰ Dazu MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.86; HANDBUCH GBB S.255 f.; OBST/HINTNER S.864; ALBISETTI/GSELL S.167 f.; HORN S.142 ff; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.44 f; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.14.

⁵¹ EMCH/RENZ S.392.

- Festsetzung der Vergütung -Guichetkommission- an die Mitglieder für die Titelplacierung und der besonderen Entschädigung -Gestionskommission- zugunsten des federführenden Institutes.
- Regelung für die Verwertung bzw. Uebernahme eines möglichen Restbestandes, wenn nicht alle Papiere abgesetzt werden konnten ⁵².
- Richtlinien über die Abtretung von Unterbeteiligungen ⁵³. Unterbeteiligte sind Institute, welche -wegen nicht ausreichender Placierungskraft - keinem Zusammenschluss angehören. Diese beteiligen sich nun an den Rechten und Pflichten eines Mitgliedes. Die Syndikats- oder Konsortialbanken können so ihr eigenes Risiko reduzieren und gleichzeitig von einem weiteren Kreis potentieller Anleger profitieren.
- Regelung für die Erstellung der Schlussrechnung und deren Kontrolle.
- Normierung der Dauer und einer allfälligen Auflösung des Syndikats bzw. Konsortiums.
- Festlegung, dass die Bestimmungen des Uebernahmevertrages einen integrierenden Bestandteil des vorliegenden Vertrages darstellen.

3. UEBERNAHMEVERTRAG

Der Uebernahmevertrag hat die Festübernahme der Titel vom Emittenten zum Zwecke der nachfolgenden Unterbringung zum Gegenstand. Letzteres kann durch öffentliche Auflegung zur Zeichnung oder

⁵² Nach dem in der Schweiz üblichen System "à la parisienne", wonach die Placierung für gemeinsame Rechnung des Syndikats oder Konsortiums -ohne die Gewissheit der beteiligten Bank, zumindest bzw. nur ihre Beteiligungsquote zugeteilt zu erhalten- durchgeführt wird, vgl. EMCH/RENZ S.393; im Notesgeschäft mit ausländischen Schuldnern erfolgt die Zuteilung "à la lyonnaise", d.h. die Syndikatsquote wird den beteiligten Banken fest zur Placierung auf eigenes Risiko überlassen, vgl. HANDBUCH GBB S.256.

⁵³ Dazu HANDBUCH GBB S.256; ALBISETTI/GSELL S.164; EMCH/RENZ S.394 f; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.33; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.14 f.

durch Privatplacierung geschehen ⁵⁴.

Je nachdem, ob es sich um die Emission eines Beteiligungs- oder um die Ausgabe eines Gläubigerpapiers handelt, gestaltet sich der Inhalt des Uebnahmevertrages etwas verschieden.

Bei Gläubigerpapieren finden sich in der Regel ein Hinweis auf den Beschluss der zuständigen Organe des Schuldners zur Geldaufnahme und Bestimmungen über ⁵⁵

- die Verwendung der aufgenommenen Mittel
- die vollständigen Modalitäten, wie sie auch auf einem allfälligen Prospekt oder Memorandum und auf den Titeln abzudrucken sind
- die Uebnahmebedingungen, insbesondere den Uebnahme- sowie den Emissionspreis und die aus deren Differenz resultierende Uebnahmekommission ⁵⁶
- die Placierung
- eventuelle Sicherungen (Garantie, Bürgschaft usw.)
- die Zeichnungsdauer
- das Zahlstellenmandat, d.h. die Bezeichnung der offiziellen Zahlstellen
- die Beteiligungsquoten und die federführende Bank

⁵⁴ In der Praxis werden beide Placierungsarten verwendet.
Vgl. SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.40; CANARIS Rdn.2240; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.82 sprechen allgemein von Unterbringung im Publikum.

Anders HANDBUCH GBB S.254; EMCH/RENZ S.395; ALBISETTI/GSELL S.165; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.10; HORN S.101 hinsichtlich Euroemissionen, welcher aber von einem anderen Emissionsbegriff ausgeht und die Möglichkeit einer Privatplacierung an sich wohl auch nicht ausschliesst.

⁵⁵ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.82; CANARIS Rdn.2249 ff; HANDBUCH GBB S.254 f; EMCH/RENZ S.395 ff; ALBISETTI/GSELL S.165 f; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.39 ff; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.10 f; vgl. sodann Anhang B.

⁵⁶ Uebnahmepreis: Preis, den das Emissionshaus dem Kapitalnehmer bezahlt.

Emissionspreis: Preis, den der Anleger für den Titelerwerb zu bezahlen hat.

Uebnahmekommission: Entschädigung des Emissionshauses für Bemühungen und eingegangenes Risiko.

- die Rücktritts- oder Force-majeure-Klausel
- eine allfällige Konversion ⁵⁷
- die Kostenregelung.

Im weiteren kommen bei ausländischen Kapitalnehmern noch solche Bestimmungen hinzu, die dem Investor eine erhöhte Absicherung verschaffen ⁵⁸. So hält die Default-Klausel fest, aufgrund welcher Ereignisse die Bank oder der Investor die Forderung vorzeitig fällig erklären und vom Schuldner die Rückzahlung verlangen kann. Aus den gleichen Schutzüberlegungen wird in der Regel das Rechtsverhältnis schweizerischem Recht unterstellt und ein inländischer Gerichtsstand -mit dem Vorbehalt eines alternativen ausländischen- festgehalten ⁵⁹. Muss eine Forderung aber im Ausland und in ausländischer Währung eingeklagt werden, verpflichtet sich der Schuldner durch die sogenannte Währungsklausel, einen allfälligen Kursverlust von der Klageeinleitung bis zur effektiven Zahlung auszugleichen ⁶⁰.

Geht es bei der Uebernahme um Beteiligungspapiere, fallen sämtliche Bestimmungen im Hinblick auf die Rückzahlung dahin. Ansonsten deckt sich der Vertragsinhalt im wesentlichen mit dem für Gläubigerpapiere Dargelegten ⁶¹.

C EMISSIONSARTEN

I. OEFFENTLICHE EMISSION

Die öffentliche Emission charakterisiert sich dadurch, dass das Angebot zur Kapitalaufnahme durch Zeichnung eines Titels an grundsätzlich jedermann, d.h. an einen primär unbestimmten sowie dem Emitenten nicht individuell bekannten Personenkreis gerichtet und in diesem

⁵⁷ Konversion: Zeichnung erfolgt nicht gegen Barzahlung, sondern gestützt auf den bisherigen Besitz von Teilschuldverschreibungen einer zur Rückzahlung fälligen Anleihe.

⁵⁸ SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.42.

⁵⁹ Konsequenz eines Negativbeispiels vgl. Bemerkungen zum Fall Dome Petroleum, in: WELTWOCHE 23.10.1986; sodann hinten S.112, 118.

⁶⁰ SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.43.

⁶¹ SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.43.

Sinne als öffentlich zu verstehen ist ⁶².

Der Grundsatz soll nicht ausschliessen, den Investorenkreis in einem gewissen Rahmen einzuschränken. So können Placierungen beispielsweise vinkulierter Namenaktien, Konversionsanleihen usw. durchaus unter öffentlicher Emission subsumiert werden ⁶³. M.E. kann und darf darum die Tatsache, ob der angesprochene Personenkreis begrenzt oder unbegrenzt ist, für die Qualifikation einer öffentlichen Emission überhaupt keine Rolle spielen ⁶⁴.

Die Rechtsvergleichung zeigt, dass neben der Zahl der Adressaten ⁶⁵ überhaupt die verschiedensten Kriterien zur Unterscheidung zwischen öffentlicher und privater Emission herangezogen werden, so u.a. die Höhe der Stückelung, die Art und Weise des Absatzes, die Bedeutung und Grösse der Emission, die besondere Beziehung zwischen Anleger und Schuldner bzw. Bank, Eigenschaften der Anleger usw. ⁶⁶.

⁶² I.d.S. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.69; FORSTMOSER, Aktienrecht, §9 Rdn.195; EG-KOMMISSION, Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospektes, der im Falle von öffentlicher Zeichnungs- oder Verkaufsangeboten zu veröffentlichen ist Art.1 (2), in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft Nr.C226/1, 31.August 1982; vgl. sodann DELORME/HOESSRICH S.57; ROLF S.20; JUCKER S.24; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.30.

⁶³ EMCH/RENZ S.388 f; ZIEGLER, Vorbemerkungen zu Art.1156-1186 N7; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.30.

⁶⁴ Gl.M. K.J. HOPT, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, in: ZHR 141(1977) 424; DERS., Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 118; wird heute auch international so gesehen, vgl. u.a. USA, Frankreich, BRD.

⁶⁵ Anders Botschaft Aktienrecht 1983 OR 652a II.

⁶⁶ Vgl. für die Schweiz beispielsweise HAEMMERLI S.346; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.30; ferner Art.2 II V des Bundesrates über die Emissionskontrolle vom 11. Juli 1979(aufgehoben 01.01.1983), sodann BGE 101 Ib 345, der in diesem Zusammenhang aber den "grösseren Personenkreis" wiederum als mehr oder weniger breite Öffentlichkeit umschreibt; vgl. weiter Praxis der Eidgenössischen Steuerverwaltung bei der Stempelsteuer, wonach Konsortialdarlehen den Obligationenanleihen gleichgestellt werden, wenn mehr als zehn Nichtbanken vertreten sind, gemäss Rundschreiben der Schweizerischen Bankiervereinigung Nr.628D vom 28.06.1983 S.1 ff, vgl. sodann auch SCHUERMAN, Kommentar zu Art.16g N12.

⁶⁶ Vgl. dazu LOSS, Fundamentals, p.378 ff, 388 ff.

Für die Umschreibung der geforderten Öffentlichkeit scheint mir nun aber in erster Linie die Intensität der Bereitschaft, nach aussen zu treten⁶⁷, im Mittelpunkt zu stehen.

Diese Intensität manifestiert sich gerade typischerweise in der Werbung⁶⁸. Ausschlaggebend ist die charakteristische Eignung des verwendeten Werbemittels⁶⁹. Will dieses einen relativ unbestimmten Personenkreis ansprechen⁷⁰, ist es gerechtfertigt, von öffentlicher Placierung zu sprechen. Sobald der Kapitalnehmer darum durch solche Werbemittel irgendwelcher Ausgestaltung⁷¹ -insbesondere Presseinserate, Zirkul-

-
- 67 Das Nach-aussen-treten an sich ist für die Emission charakteristisch: emissio - Aussendung, Herausgabe, Ausgabe.
Vgl. auch DELORME/HOESSRICH S.49; sodann K.J. HOPT, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, in: ZHR 141(1977) 421, der -im Bereich des Kapitalmarktrechtes- als juristisch massgebend erachtet "das Angebot, mit dem die Gesellschaften an den Kapitalmarkt treten".
- 68 Ein solches Wenden an das Publikum durch Werbemittel wurde z.B. vom Bundesgericht in BGE 51 I 293 auch zur Auslegung von §2 des Wertpapiergesetzes -in einem verwandten Bereich also, dessen Regelung ebenfalls Schutzfunktion aufweist (vgl. ZR 29(1930) Nr.46)- als massgebend erachtet.
- 69 Ähnlich GOWER, Modern Company Law, p.351, welcher von "calculated, which presumably means 'likely' rather than 'intended'" spricht. Mit anderen Worten geht es um das Gewollte -eben die Bereitschaft-, welches sich weniger durch ein "intended", d.h. das Geplante, als durch ein "likely", d.h. das Geeignete, manifestiert.
- 70 Vgl. etwa zum Begriff der öffentlichen Empfehlung im Bankengesetz bei BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.1 N47 ff, welcher Öffentlichkeit dann annimmt, wenn sich die Empfehlung an Personen richtet, die nicht zur Kundschaft gehören, d.h. keine auf Dauer gerichtete vertragliche Beziehung mit dem Institut haben; oder SCHÜSTER S.119 zum Begriff der öffentlichen Werbung im AFG, wo z.T. -entsprechend dem besonderen Schutzzweck des AFG (vgl. Forstmoser, Aktienrecht, §9 Rdn.195)- eine ausdehnendere Umschreibung vorliegt, die beispielsweise auch die eigene Bankkundschaft umfasst; ebenso K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 118, welcher richtigerweise zu bedenken gibt, dass auch "Rundschreiben einer Grossbank an Ihre Kundschaft und sogar mündliche Empfehlungen, die von den Bankangestellten aufgrund entsprechender Politik des Hauses allgemein gegenüber Kunden ausgesprochen werden" in diesem Sinne öffentlich sein können; DERS., Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, in: ZHR 141(1977) 389 ff; sodann SAG 40(1968) 59 ff; weiter HIRSCH S.50; SCHMIDT S.55 geht sogar so weit -m.E. doch zu weit- und nimmt die Fähigkeit des fraglichen Schriftstückes, das Publikum überhaupt zu beeinflussen, als Kriterium.
- 71 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.92; ZIEGLER, Vorbemerkungen zu Art.1156-1186 N7; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.30; i.d.S. auch Art.2 II V des Bundesrates über die Emissionskontrolle vom 11. Juli 1979(aufgehoben 01.01.1983); sodann BGE 101 Ib 345 f.

lare usw.- im Publikum auftritt, ist die Emission als eine öffentliche zu qualifizieren.

Das Kriterium "Ausgabe auf einen Zeitpunkt hin", welches in der Literatur oft zusätzlich aufgeführt wird, braucht an dieser Stelle nicht mehr beleuchtet zu werden, weil es bereits im hier verwendeten Emissionsbegriff enthalten ist ⁷². Für eine Einteilung der Emission in verschiedene Arten ist deshalb eine Differenzierung ⁷³ zwischen öffentlicher Subskription -auf einen Zeitpunkt hin und als Massenangebot an ein breites Publikum gerichtet- und freihändiger Placierung (Verkauf) -kontinuierliche Ausgabe in öffentlicher oder privater Weise- nicht mehr sinnvoll ⁷⁴. Alle Emissionsarten geschehen definitionsgemäss auf einen Zeitpunkt hin; der Unterschied liegt nur noch im divergierenden Kreis der Angesprochenen.

Das öffentliche Angebot wird unbestritten als Einladung zur Offertstellung qualifiziert und stellt selbst keinen verbindlichen Antrag dar ⁷⁵.

Konsequenz dieser Öffentlichkeit ist die gesetzliche Prospektpflicht sowohl für Gläubiger- ⁷⁶ wie auch für Beteiligungspapiere ⁷⁷ und eine entsprechende Prospekthaftung ⁷⁸.

⁷² Vgl. vorne S.6.

⁷³ Wie sie bei ZIEGLER, Vorbemerkungen zu Art.1156-1186 N7, JUCKER S.24, KRAMER S.14 ff sowie KRAUS S.76 ff vorkommt.

⁷⁴ Damit wohl auch die Ansicht HORNS S.96 -aber von einem anderen Emissionsbegriff ausgehend (vgl. vorne Anm.5)-, dass bei Privatplacierungen Zeichnungsfristen und Zuteilung dem freihändigen Verkauf entsprechend entfallen. Der privaten Emission stehen m.E. ein Zeichnungs- und Zuteilungsverfahren durchaus offen.

⁷⁵ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.93; FORSTMOSER, Aktienrecht, §9 Rdn.194 und dort zit. Literatur.

⁷⁶ Art. 1156 I OR.

Dazu MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.92.

⁷⁷ Art.631 I, 651 I OR.

Dazu FORSTMOSER, Aktienrecht, §9 Rdn.195, wobei gemäss Rdn.208 öffentliche Emissionen ausländischer Aktien richtigerweise auszuklammern sind; vgl. hinten S.77.

⁷⁸ Dazu hinten S.79 ff.

Schliesslich ist noch zu bemerken, dass die öffentliche Emission mittels aller oben dargestellten Formen durchgeführt werden kann ⁷⁹.

II. PRIVATE EMISSION

Konsequenterweise kann man nun auf der einen Seite festhalten, dass, solange die umschriebene Limite ⁸⁰ der Bereitschaft, nach aussen zu treten, nicht überschritten wird, eine Emission als Privatplacierung zu qualifizieren ist.

Schwieriger gestaltet sich auf der anderen Seite aber eine positive Umschreibung.

Was den angesprochenen Personenkreis betrifft, wird in der Literatur von keinem grösseren Kreis von Personen ⁸¹, einem beschränkten Kreis von Anlegern im Gegensatz zum breiten Publikum ⁸², einer auf wenige Personen beschränkten Aufforderung ⁸³, einem beschränkten Personenkreis, der sich durch die Anzahl Personen, deren Eigenschaften, den Umfang des Angebotes bzw. die verwendeten Publikationen bestimmt ⁸⁴, einem ausgewählten ⁸⁵ engen Kundenkreis ⁸⁶, einzelnen Abnehmern ⁸⁷ oder einer angestammten Kundschaft ⁸⁸ gesprochen. Mit anderen Worten soll der Personenkreis irgendwie eingeschränkt werden, doch anhand welches Kriteriums dies erfolgen soll, bleibt weitgehend offen. M.E. spielt es aber -wie erwähnt- keine Rolle, ob der Personenkreis begrenzt oder unbegrenzt ist. Vielmehr taugt eine Qualifikation

79 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.70.

80 Vgl. vorne S.19 f.

81 HÄEMMERLI S.10; vgl. sodann die Praxis der Eidgenössischen Steuerverwaltung bei der Stempelsteuer, wonach ein Angebot an mehr als 20 Personen nicht mehr eine private Emission darstellen soll, gemäss SCHUERMANN, Kommentar zu Art.16g N12.

82 KUEHL S.83; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.31; BOEMLE, Wertpapiere, S.89; Botschaft Aktienrecht 1983 OR 652a II.

83 KRAUS S.76.

84 EG-KOMMISSION (zit. Anm.62) Art.1 (2).

85 DELORME/HOESSRICH S.58.

86 HORN S.96; vgl. auch Anhang A Art.IV.

87 HORN S.96: "Insbesondere Grossinvestoren, d.h. Versicherungen, Pensionsfonds und andere institutionelle Anleger".

88 OBST/HINTNER S.865.

anhand der Fragestellung, inwieweit der angesprochene Personenkreis bestimmt ist. Hier drängt sich eben als Kriterium die Art des verwendeten Werbemittels auf.

Hinsichtlich der Werbekomponente findet man die Umschreibung "unter der Hand" ⁸⁹, den Verzicht auf öffentliche Ankündigung ⁹⁰ oder Bekanntmachung und dergleichen in öffentlichen Blättern ⁹¹, die Verwendung höchstens privater Zirkulare ⁹², ein rein persönliches schriftliches oder mündliches Angehen bestimmter Personen ⁹³, aber auch die Zulässigkeit von Anschlägen in Schaufenstern und Schalterhalten - eventuell sogar unter Nachhilfe durch Mitteilung in der Presse, jedoch ohne Inserat- ⁹⁴, den Verzicht auf Werbemittel spezifischer Art ⁹⁵ und endlich den Ausschluss jeglicher Werbung ⁹⁶. Wie wir sehen, ist die konkrete Palette auch hier gross. Entscheidend ist aber die grundsätzlich typische Eignung des verwendeten Werbemittels.

Schliesst man nun noch den anglo-amerikanischen Bereich speziell in diese Betrachtung mitein, so ergeben sich weitere Anhaltspunkte. Zum einen taucht in den USA der Begriff "direct placement" oder "direct sale" auf ⁹⁷. Die private Emission soll mittels direkter Placierung ⁹⁸ durchgeführt werden. Doch darf man darin nicht eine unabdingbare Vor-

89 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.69; EMCH/RENZ S.389; ALBISETTI/GSELL S.162; ZIEGLER, Vorbemerkungen zu Art.1156-1186 N7; BOEMLE, Wertpapiere, S.89; KRAMER S.24; KRAUS S.77; HORN S.96.

90 DELORME/HOESSRICH S.58; LEBER S.284; ALBISETTI/GSELL S.163; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.28.

91 KRAMER S.24; ROLF S.26 spricht von Werbung, die sich mehr "im Stillen" vollzieht.

92 KRAMER S.24.

93 ZIEGLER, Vorbemerkungen zu Art.1156-1186 N7; PALMER p.11 verlangt sogar, dass das Angebot den Vermerk "private and confidential" ausdrücklich tragen soll, vgl. nun aber SMITTHOFF, Palmer's Company Law, Rdn.21-04, wo Abgrenzung nur noch gegenüber "general communication".

94 ZIEGLER, Vorbemerkungen zu Art.1156-1186 N7.

95 JUCKER S.26; HANDBUCH GBB S.550 bezieht sich auf öffentliche Werbung.

96 OBST/HINTNER S.865; HAEMMERLI S.110.

97 FED Staff-Study p.4; ALTMANN p.4/22; DAVEY p.2.

98 Vgl. vorne S.10.

aussetzung für die Privatplacierung erblicken. Eine direkte Verhandlung sowie enge Beziehungen zwischen Investor und Emittent erweisen sich nur -aber immerhin- für die Einstufung der fraglichen Emission als vorteilhaft ⁹⁹.

Zum andern redet man durchwegs von einer "small or limited number of sophisticated investors" ¹⁰⁰, womit die Eigenschaften des Anlegers -wie übrigens auch bei den Richtlinien der EG-KOMMISSION ¹⁰¹ - wieder eine Rolle spielen. Die hier angeführten Fähigkeiten eines potentiellen Investors sind m.E. aber nicht Bedingung für den Entscheid, ob eine Privatplacierung vorliegt oder nicht. Vielmehr wird dadurch das Informationsproblem angesprochen, welches im Bereich der Konsequenzen und nicht der Voraussetzungen einer Privatplacierung anzusetzen ist ¹⁰².

Und schliesslich ist die Legaldefinition von Öffentlichkeit im englischen COMPANIES ACT 1948 ¹⁰³ so weit gefasst, dass es schlichtweg nicht möglich ist, Titel zu placieren, ohne dass eine Emission gleich als öffentliche gilt ¹⁰⁴.

-
- 99 Vgl. LEBER S.284; anders SCHUSTER, Referat, S.103.
- 100 FED Staff-Study p.4; ALTMANN p.4/22; DAVEY p.2; PEAT/MARWICK/MITCHELL p.9, 70.
SEC RULE 146 spricht sogar von "a restricted number of purchasers who must be capable of evaluating the merits and risks of the offer, or be able to bear any potential economic risk associated with the offer"; vgl. PEAT/MARWICK/MITCHELL p.10.
Nach LEBER S.284 darf nicht an mehr als 25 Personen angeboten werden; ebenso -aber mit anderen Zahlen- gemäss SEC-RULE 146, wo "the number of purchasers is generally restricted to thirty-five, not counting purchasers of 150.000 Dollar or more of securities", was m.E. einer rein willkürlichen Zahlenfestlegung gleichkommt. Eher sinnvoll darum erscheint mir ein alter englischer Entscheid, in: JUCKER S.39, wonach ein Angebot auch an 220 Freunde noch eine Privatplacierung darstellen kann.
- 101 Vgl. vorne S.21.
- 102 I.ä.S., der Reichweite einer Aufklärungspflicht zuordnend, K.J. HOPT, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, in: ZHR 141(1977) 433; dazu auch hinten S.76 ff.
- 103 COMPANIES ACT 1948 section 55: "any section of the public, whether selected as members or debentureholders of the company concerned, or as clients of the person issuing the prospectus, or in any other manner" (unverändert übernommen im COMPANIES ACT 1985 section 59).
- 104 GOWER, Modern Company Law, p.350 f.

Versucht man nun aus diesen Ueberlegungen heraus die Privatplacierung zu erfassen, scheint mir folgende Umschreibung sinnvoll. Eine private Emission liegt vor, wenn die Bereitschaft des Kapitalnehmers, nach aussen zu treten ¹⁰⁵, nur soweit geht, dass er sich auf rein private und individuelle Weise -mit einem eben von seiner grundsätzlichen Charakteristik her dazu geeigneten Werbemittel- an einen bestimmten Personenkreis ¹⁰⁶ richtet.

Im weiteren stellt sich jetzt die Frage, inwieweit man in diesem Falle noch von einer Einladung zur Offertstellung sprechen kann. Solange die Natur des Angebotes eines Kapitalnehmers eindeutig derart ist, dass erkannt werden kann, die Art und Weise der Berücksichtigung der Zeichnungen werde vorbehalten, handelt es sich ohne Unterschied zur öffentlichen Emission um eine Einladung zur Offertstellung ¹⁰⁷. Verlässt man aber diesen Bereich und nimmt der individuelle Charakter des Angebotes einen solchen Grad an, dass der Umfang der Zuteilung klar bestimmbar wird ¹⁰⁸ -sei es durch Bezifferung des Ausmasses, sei es auch nur durch genaue Umschreibung der Zuteilungsregeln innerhalb eines solchen bestimmten Anlegerkreises- muss dies m.E. als klares Indiz für eine verbindliche Offerte gewertet werden ¹⁰⁹. Dass ein Geschäftswille trotzdem noch nicht zum Entschluss gereift sei, hat sich

¹⁰⁵ Aehnlich GOWER, Modern Company Law, p.351.

¹⁰⁶ I.d.S. auch FORSTMOSER, Aktienrecht, §9 Rdn.196.

Vgl. ebenso HORN S.210, der von "individuellem Kundenkontakt" spricht; sodann K.J. HOPT, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, in: ZHR 141(1977) 432, der nicht mehr von Privatplacierung redet, sobald sich der Vertrieb "an einen nicht mehr individuell bestimmten Personenkreis" richtet; DERS., Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986) 118; MERZ, Notes, S.8.

¹⁰⁷ Dazu vorne S.20.

¹⁰⁸ Vgl. FORSTMOSER, Aktienrecht, §9 Rdn.194, der von einer Näherung an die Offerte spricht.

¹⁰⁹ Vgl. SCHOENENBERGER/JAEGGI, Kommentar zu Art.3 N14; sodann i.d.S. JUCKER S.62 f, der festhält, dass, "wo sich ein Prospekt an eine bestimmte Gruppe von Personen wendet", im Zweifel anzunehmen sei, dass "damit an jede derselben offeriert worden ist", wobei die dadurch angesprochenen bestimmten, einzelnen Personen "einer durch eindeutige Merkmale bestimmten Gruppe von Personen zugehören" müssen; kritisch SILBERNAGEL S.157.

dann aber mindestens ebenso klar aus anderen gewichtigen Umständen zu ergeben. Ist dem nicht so, stellt der Kapitalnehmer in allen Fällen eine verbindliche Offerte ¹¹⁰.

Ein Prospektzwang und die entsprechende Haftung sind bei Privatplacierungen gesetzlich nicht vorgeschrieben ¹¹¹.

Da in der Regel eben kein Prospekt erstellt wird, ist eine Kotierung an der Börse auch äusserst selten ¹¹².

Ein ausserbörslicher Handel ist dadurch aber in keiner Weise beeinträchtigt ¹¹³.

Hinsichtlich der zur Verfügung stehenden Emissionsformen sehe ich keinen Grund, weshalb der privaten Emission nicht auch die gleichen Möglichkeiten offenstehen sollten wie der öffentlichen Placierung ¹¹⁴.

¹¹⁰ In diesem Sinne als Grundsatz zu verstehen. Selbstverständlich ist durch weitere Auslegung immer dem Einzelfall gerecht zu werden, vgl. SCHOENENBERGER/JAEGGI, Kommentar zu Art.3 N14.

¹¹¹ Vgl. Art.631 I, 651 I, 752, 1156 OR.
Kritisch JUCKER S.40, der die Öffentlichkeit als Merkmal der Voraussetzung für einen Prospektzwang fallenlassen möchte; dazu hinten S.76 ff u. 113 ff.

¹¹² MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.69; HANDBUCH GBB S.513; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.31.

¹¹³ SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.31 spricht von einem regen ausserbörslichen Handel von Notes; HANDBUCH GBB S.513 weist auf den Telefonhandel hin; a.M. OBST/HINTNER S.865. Dazu hinten S.40, 63.

¹¹⁴ Vgl. -nur mit anderer Terminologie- SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.29; zum davon abweichenden anglo-amerikanischen Bereich vorne S.22 f.

§ 2 ENTWICKLUNG UND ZUSAMMENHAENGE

A VORBEMERKUNG

Die Entwicklung der Privatplacierung steht untrennbar mit den Ausdrücken "private placement" und "notes" in Verbindung. Beide dieser Ausdrücke werden in der Praxis wiederum in nah verwandter Art und Weise benutzt und sind tatsächlich auch eng miteinander verknüpft. Beim einen steht die Emissionsart und beim anderen der Finanzierungstyp im Hinblick auf die Papierart im Vordergrund.

Für die Entwicklung der Privatplacierung sind dann auch insbesondere zwei Aspekte zu betrachten, nämlich der Strukturwandel des Kapitalmarktes und die Entfaltung der Emissionstätigkeit.

B STRUKTURWANDEL DES KAPITALMARKTES

Der Strukturwandel ist durch folgende Merkmale gekennzeichnet: Securisation(securitization), Innovation, Internationalisierung und Globalisierung, zunehmender Wettbewerb und schliesslich Einzug moderner Technologie ¹¹⁵.

Im folgenden sollen die hauptsächlichen Elemente einzeln beleuchtet werden, wobei man klar festhalten muss, dass es sich dabei nicht um isolierte Entwicklungen handelt, sondern dass sich die verschiedenen Merkmale gegenseitig stark beeinflussen können ¹¹⁶.

Mit Securisation wird die zunehmende Ablösung von klassischen Bankkrediten durch in Wertpapiere verbriefte -und damit gut handelbare- Forderungen umschrieben ¹¹⁷.

¹¹⁵ Vgl. dazu M. WALLISER, Emissionsmärkte: Eine Herausforderung, in: SHZ 04.10.1985; A. ANDERSEN-Umfrage, besprochen in: NZZ 06.02.1986; R.A. JEKER, Unternehmenspolitik der Banken in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre, in: NZZ 29./30.03.1986; International Monetary Conference der AMERICAN BANKERS ASSOCIATION, besprochen in: NZZ 06.06.1986.

¹¹⁶ Zum Ganzen vgl. BIZ-Studie, Recent innovations in international banking, p.1 ff.

¹¹⁷ Vgl. MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY of N.Y., The chan-

Der Rückgang der klassischen Finanzierungsformen hat primär drei Determinanten ¹¹⁸ :

- Immer weniger erstklassige Schuldner finanzieren sich durch Bankkredite, die Verschuldung geschieht zunehmend über Wertpapiere direkt beim Publikum.
- Bedeutsam erwachendes Volumen der Refinanzierung.
- Grosses Mittelangebot, das Investitionsmöglichkeiten sucht, wobei als Antriebsfeder sicher auch der Umschichtungsprozess von tangiblen zu finanziellen Vermögenswerten verantwortlich ist.

Die Grenzen zwischen kurz- und langfristiger Finanzierung verwischen. Im Vordergrund der tiefgreifenden Aenderung zulasten der traditionellen Instrumente stehen nun kurz- bis mittelfristige handelbare Finanzierungsformen ¹¹⁹ .

So finden wir besonders im Anleihsenktor eine fulminante Entwicklung, die sich dramatisch anhand der schnellen Zunahme des Emissionsvolumens am internationalen Bondmarkt illustriert. Der Markt für Konsortialkredite hingegen schrumpft zusehends, ohne dass momentan eine Trendwende abzusehen ist ¹²⁰ .

ging role of banks, in: World Financial Markets 7/85 p.8 ff; sodann R.E. GUT, Akzente neu gesetzt, in: SHZ 03.10.1986.

118 Vgl. dazu NZZ 18./19.01.1986; OECD, Financial Market Trends, besprochen in: NZZ 18.03.1986.

119 Vgl. BUECHENBACHER/HUBER S.191 f; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.134; vgl. auch E. STARK, Die Kreditrisiken werden breiter aufgefächert, in: Blick durch die Wirtschaft 07.06.1985; NZZ 11.02.1986; Zürcher Vortrag H. MEYER, Finanzinnovationen aus der Sicht der Nationalbank, besprochen in: NZZ 12.03.1986 u. SHZ 13.03.1986.

120 Vgl. R.E. GUT, Tendenzen im internationalen Bankgeschäft, in: SKA-Bulletin 4/85 S.10 ff und dortige Statistik; E.F. SCHAAD, Indifferentes Geschäft: Kapital schlägt zurück, in: SHZ 04*10.1985, wonach

- total weltweit emittierte Anleihen von 37.4 Mrd. Dollar 1979 auf 111.5 Mrd. Dollar 1984 und internationale Kredite lediglich von 79.1 Mrd. Dollar 1979 auf 145.5 Mrd. Dollar 1984 angewachsen und

- in der Schweiz öffentlich/privat emittierte Anleihen ausländischer Schuldner von 15.6 Mrd. Dollar 1979 auf 30.5 Mrd. Dollar 1984 gestiegen und ausländische Kredite konstant auf 10 Mrd. Dollar geblieben sind;

BIZ-Bericht, besprochen in: NZZ 29.10.1985; OECD, Financial Market Trends, besprochen in: NZZ 18.03.1986; Expansion aber auch nicht

Im internationalen Bankwesen stehen wir vor einer beschleunigten Innovation der Finanzinstrumente und einer zunehmenden Mannigfaltigkeit der Kapitalbeschaffungskanäle ¹²¹.

Bis zu Beginn der 70er Jahre war der Obligationenmarkt dadurch gekennzeichnet, dass er stabile Zins- und Kursbewegungen aufwies. 1972-1974 stellte sich dann eine grosse Verunsicherung ein und die folgenden Jahre prägten das Marktbild durch fast hektisch zunehmende Schwankungen. Der Anleger reagierte auf die darauf folgenden Kursverluste und eklatanten Emissionsmisserfolge mit grosser Zurückhaltung. Die Abstinenz wurde zeitweise so stark, dass Emittenten und Emissionshäuser nicht umhin kamen, sich neue Formen und Methoden einfallen zu lassen ¹²².

Geschürt durch den Kampf der Emissionshäuser, die hohen Gewinnmöglichkeiten auf dem internationalen Kapitalmarkt und den sinkenden Dollar entwickelte sich insbesondere auf dem rasch wachsenden Eurobondmarkt ¹²³ eine enorme Innovationskraft, die im wahrsten Sinne des Wortes Blüten trieb. Der Investor steht heute vor einem Katalog von ca. 2000 verschiedenen Anlagemöglichkeiten ¹²⁴.

Charakteristisches Merkmal dieser Evolution der letzten Jahre ist der Aufschwung des Finanzierungstypes "notes" oder Privatplacierung ¹²⁵. Seit dieser 1968 den Eurokapitalmarkt stark bereicherte, haben sich Notes auf den verschiedensten nationalen Märkten, dem Eurokapitalmarkt und auch in der Schweiz zu einem wichtigen Finanzierungsinstrument entwickelt ¹²⁶.

-
- 121 ohne Friktionen, vgl. NZZ 30.01.1987; ferner etwas relativierend HAEMMERLI S.238 f, der den komplementären Charakter des Emissionsgeschäftes gegenüber dem klassischen Kreditgeschäft hervorhebt.
- 122 SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.3; R.E. GUT, Tendenzen im internationalen Bankgeschäft, in: SKA-Bulletin 4/85 S.12 f; E.F. SCHAAD, Indifferentes Geschäft: Kapital schlägt Kredit, in: SHZ 04.10.1985; DERS., Ein Besuch im Zoo, in: SHZ 03.10.1986.
- 123 Gemäss übereinstimmender Darstellung aus Bankkreisen.
- 124 Vgl. dazu HORN S.7 ff und dort zitierte Literatur; sodann GUT S.23 ff.
- 125 BÜCHENBACHER/HUBER S.190; NZZ 28./29.12.1985.
- 126 Vgl. BOLLMANN S.138; auch J.KUIPER, Developments in private placements, in: Euromoney 9/75 p.100 f, welcher festhält: "The revival of the Euromarkets was ushered in by a relatively active private placement market"; SBG, Euromarkt, S.14; FuW 23.01.1985; sodann E.F. SCHAAD, Ein Besuch im Zoo, in: SHZ 03.10.1986.
- Zur Terminologie vgl. hinten S.44 ff.

Als Folge moderner Kommunikations- und Informationsmethoden ist die Integration der Finanzmärkte heute eine weltweite Realität ¹²⁷.

Die Finanzindustrien sind in einem solchen Masse miteinander verknüpft und die Finanzmärkte in einem Grade internationalisiert, dass Funken aus einem Land umgehend auf die anderen Glieder dieser Kette überspringen ¹²⁸. In der Kapitalmarktentwicklung sind allgemein jene Länder massgebend, die auch im weltwirtschaftlichen Kräftespiel eine entscheidende Rolle spielen. So überrascht es nicht, dass die wesentlichsten Impulse von den USA ausgegangen sind und weiterhin herrühren. Ueber den grossen Einfluss, den sie vor allem auch auf den Eurokapitalmarkt ausüben ¹²⁹, wirken die Entwicklungen auf die nationalen Märkte ein ¹³⁰.

Die Schweiz nun mit ihrer wirtschaftlichen Drehscheibenfunktion erfährt -trotz ihrer traditionellen Konservativität- eine entsprechend starke Verflechtung mit dem internationalen Kapitalmarkt und dessen Einflüssen ¹³¹. Der Markt ist heute zeitlich und geographisch unbegrenzt. Papiere ausländischer Schuldner sind auch für einen kleineren, privaten Anleger keine Besonderheit mehr ¹³².

126 Vgl. dazu hinten S.31 ff.
P. LANGUETIN, Referat an der GV der SNB, in: Quartalsheft SNB 2/85 S.138 ff.

127 SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.134; vgl. auch R.E. GUT, Tendenzen im internationalen Bankgeschäft, in: SKA-Bulletin 4/85 S.10.

128 A. GUTZWILLER, Liberalisierung der Finanzmärkte: Börse als Angelpunkt, in: SHZ 04.10.1985.

129 So gilt die Einführung der "interest equalisation tax" 1963 durch die U.S.-Regierung als Geburtsstunde des Euroemissionsmarktes, vgl. HORN S.7 ff.

Verstärkter Einfluss insbesondere auch seit Aufhebung der "withholding tax" 1984; vgl. auch SBG, Euromarkt, S.3 ff.

130 A. GUTZWILLER, Liberalisierung der Finanzmärkte: Börse als Angelpunkt, in: SHZ 04.10.1985; sodann KUEHL S.78; vgl. auch NZZ 18./19.01.1986.

131 Vgl. HAEMMERLI S.242; G. STREICHENBERG, Die Bedeutung der "Private Placements" für die Schweizer Banken, in: SHZ 06.01.1972; FuW 23.01.1985.

So nahmen Schweizer Banken von Anfang an auch eine Schlüsselstellung bei der endgültigen Unterbringung der Titel am Euromarkt ein, vgl. HORN S.8 ff.

132 H. VONTOBEL in seiner Gastvorlesung vom 03.06.1986 an der Universität Zürich zum Thema "Die schweizerischen Wertpapiermärkte auf dem Weg zur Europäisierung und Globalisierung"; vgl. auch R.E.

In allen Ländern machte und macht sich eine starke Tendenz zur Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte breit ¹³³. In der Schweiz hat die Liberalisierung im Kapitalexport den Markt am eindrucklichsten beeinflusst ¹³⁴.

Ein zunehmender Wettbewerb ist im ganzen Finanzsektor auszumachen ¹³⁵.

Verstärkte Konzentration und die Tatsache, dass vor allem Bausparkassen, Versicherungen und Einzelhandelsunternehmen in Zukunft vermehrt Diensleistungen anbieten werden, die den traditionellen Banken vorbehalten waren, wird die Wettbewerbssituation auch nicht gerade entschärfen ¹³⁶. Die Grenzen zwischen eigentlichen Banken und ähnlichen Finanzinstituten lösen sich langsam auf. Schliesslich stellt sich auch noch ein entsprechender Trend zur Abwanderung der Geschäfte in den wenig kontrollierten Parabanken-Sektor ein ¹³⁷. So beginnen Finanzgesellschaften insbesondere im schweizerischen Markt für Emissionen ausländischer Schuldner -noch als "Aussenseiter"- den renommierten Grossbanken das Wasser abzugraben ¹³⁸.

-
- 133 GUT, Tendenzen im internationalen Bankgeschäft, in: SKA-Bulletin 4/85 S.10 ff; sodann u.a. NZZ 28./29.12.1985.
- 134 SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.133; Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Aenderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organisationen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) bezüglich der Anlagepolitik bestimmter OGAW, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft Nr.C155/4, 21.06.1986; vgl. NZZ 12.11.1985; NZZ 27.11.1985; NZZ 06.12.1985; NZZ 10.12.1985; NZZ 31.12.1985; NZZ 18./19.01.1986; NZZ 11.06.1986; NZZ 21./22.06.1986.
- 135 Vgl. SCHILTKNECHT S.11; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.133; SKA-Bulletin 7/86 S.20; NZZ 21./22.06.1986; vgl. hinten S.34 ff.
- 136 Vgl. SCHILTKNECHT S.9 f; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.135; NZZ 28./29.12.1985; A. ANDERSEN-Umfrage, besprochen in: NZZ 06.02.1986.
- 137 Gemäss A. ANDERSEN-Umfrage, besprochen in: NZZ 06.02.1986.
- 138 NZZ 28.05.1986.
- 138 1985 haben die Grossbanken 40% an die sogenannten Aussenseiter verloren, vgl. NZZ 21./22.06.1986.

C ENTFALTUNG DER EMISSIONSTÄTIGKEIT

Die Emissionstätigkeit hat in den letzten Jahren enorm zugenommen, das tägliche Geschäftsvolumen hat sich vervielfacht ¹³⁹.

1960-1964 beanspruchten die Aktien- und Obligationenemissionen den Kapitalmarkt mit durchschnittlich 3.5 Mrd. Franken. Diese Quote stieg 1976 mit einer Rekordzunahme auf das Vierfache ¹⁴⁰.

Oeffentliche Placierungen stellen in der Gesamtbetrachtung die am weitesten verbreitete Begebungsart dar ¹⁴¹. Eine der wichtigsten Ursachen der enormen Zunahme der Emissionstätigkeit in der Schweiz liegt in der Haltung der SNB gegenüber dem Kapitalexport und gerade dort, nämlich hinsichtlich Anleihen ausländischer Schuldner, kommt nun der privaten Emission eine immense Bedeutung zu ¹⁴².

Vergleicht man die verschiedenen Zuwachsraten im Hinblick auf die Papierarten miteinander, so stellt sich die Sachlage folgendermassen dar. Haben sich die schweizerischen Aktienemissionen in dieser Zeit lediglich verdoppelt, so verzeichneten die Anleihen schweizerischer Schuldner mit 440% das stärkste Wachstum, wobei hier die Refinanzierung durch Kassenobligationen eine enorme Rolle spielte ¹⁴³. Im Bereich der Anleihen ausländischer Schuldner nahm die Emissionstätigkeit in ähnlicher Grössenordnung um 370% zu ¹⁴⁴.

Innerhalb dieser letzten Sparte waren seit 1969 die privaten Emissionen von sogenannten Notes überwiegend, sie wurden zum Kapitalexport-schlager ¹⁴⁵.

139 Vgl. SCHILTKNECHT S.7; OBST/HINTNER S.867; SCHMITZ S.14 ff.; U. GRETE, Quantität vor Qualität, in: SHZ 03.10.1986; NZZ 18./19.01.1986.

140 OBST/HINTNER S.866.

141 Vgl. ROLF S.26 f.

In der BRD hingegen sind eigentliche öffentliche Emission fast nur noch bei Staatsanleihen üblich.

142 Vgl. KREDITWESEN 38(1985) 655.

143 1975 beispielsweise 94% der inländischen Anleihen, vgl. OBST/HINTNER S.867.

144 OBST/HINTNER S.866 f.

145 Vgl. F. LEUTWILER, Referat an der GV der SNB, in: Quartalsheft SNB 2/84 S.52 f.; OBST/HINTNER S.867, wonach 1977 bereits viermal mehr als öffentlich placierte Auslanleihen.

Statistik gemäss Geschäftsberichten der SNB:

Notesemissionen und Anteile am bewilligungspflichtigen Kapitalexport 1968-1986

Dieser eigentliche Boom gab der Privatplacierung als Institut eine völlig neue Dimension ¹⁴⁶.

Den Transmissionsriemen der internationalen Verflechtung ¹⁴⁷ vor Augen, wollen wir uns zuerst kurz der Entwicklung der Privatplacierung in den USA widmen. Als Folge der in den 30er Jahren zunehmenden Institutionalisierung des Sparens und des verstärkten Interesses der institutionellen Anleger am Erwerb von Industrieanleihen ist das sogenannte Private Placement seit dieser Zeit eine bekannte Erscheinung ¹⁴⁸. Die eigentliche Quelle liegt aber in der gesetzlichen Anerkennung und Regelung durch den Securities Act von 1933 ¹⁴⁹. Seitdem hat die Privatplacierung in den USA eine grosse Bedeutung erlangt ¹⁵⁰.

Das Volumen der privaten Emissionen im Anleihektor bewegte sich von 1946-1970 bei durchschnittlich 42%. Obwohl es darauf zu einem gewissen Einbruch kam, begannen sich zunehmend grosse Unternehmen

1968	0.5 Mrd. Franken	17 %
1969	2.2 Mrd. Franken	40 %
1970	1.8 Mrd. Franken	37 %
1971	4.8 Mrd. Franken	46 %
1972	3.3 Mrd. Franken	36 %
1973	3.4 Mrd. Franken	37 %
1974	2.8 Mrd. Franken	49 %
1975	7.1 Mrd. Franken	58 %
1976	10.5 Mrd. Franken	54 %
1977	9.3 Mrd. Franken	51 %
1978	9.0 Mrd. Franken	41 %
1979	10.4 Mrd. Franken	38 %
1980	8.4 Mrd. Franken	36 %
1981	11.8 Mrd. Franken	37 %
1982	17.7 Mrd. Franken	47 %
1983	20.7 Mrd. Franken	52 %
1984	19.5 Mrd. Franken	48 %
1985	19.4 Mrd. Franken	42 %
1986	ab Juni fiel die Unterscheidung zwischen Anleihen und Notes in den Statistiken der SNB weg, vgl. Quartalsheft SNB 2/86 S.137	

¹⁴⁶ Vgl. KREDITWESEN 38(1985) 655.

¹⁴⁷ Vgl. vorne S.29 f.

¹⁴⁸ Vgl. M. OSTHOFF, Private Placements in den USA, in: Bank-Betrieb 16(1976) 449.

¹⁴⁹ Dazu ALTMANN p.4/22 ; FED Staff-Study p.4; DAVEY p.2; HORN S.34 f.

¹⁵⁰ Vgl. LOSS, Securities Regulations I, p.689 ff; BILL p.127; HORN S.96.

und nicht-amerikanische Investoren für diesen Markt zu interessieren. Der Trend verbesserte sich wieder ¹⁵¹.

Die SEC-Rule 146 von 1974 brachte dann eine klare Abgrenzung zu den öffentlichen Emissionen, worauf 1976-1977 eine Steigerung von 50% verzeichnet wurde ¹⁵².

In der Schweiz kennt man die Privatplacierung eigentlich auch seit langem, wurden doch immer wieder vor allem Aktien schweizerischer Emittenten privatplaciert. Es kam auch ohne weiteres vor, dass Schweizer Banken mit Anleihen hin und wieder nicht an die Öffentlichkeit gelangten und eine private Emission durchführten ¹⁵³.

Mit Aufhebung der Couponabgabe im Jahre 1967 öffnete man ihnen den Weg zur Teilnahme an internationalen Emissionssyndikaten und ebnete so den Zugang zum Notesgeschäft ¹⁵⁴. Damit untrennbar verbunden begann auch der Aufschwung der privaten Emission in der Schweiz ¹⁵⁵.

Die Banken waren zu Beginn der Finanzinnovation "notes" gegenüber äusserst skeptisch eingestellt, fürchteten sie doch Konkurrenz zu ihrem klassischen Refinanzierungsmittel, den Kassenobligationen ¹⁵⁶. Letztere sollten das typische, mittelfristige und festverzinsliche Anlagepapier bleiben.

Mit wachsender Bedeutung des Eurokapitalmarktes änderten die Schweizer Banken aber ihre Haltung ¹⁵⁷. Die dominierende Stellung angelsächsischer Emissionshäuser auf dem internationalen Emissions-

151 ALTMANN p.4/22 u. 4/26; vgl. auch M. OSTHOFF, Private Placements in den USA, in: Bank-Betrieb 16(1976) 449 ff.

152 Durchschnittliche Zunahme zwischen 1970 und 1979 16%, vgl. dazu ALTMANN p.4/22; DAVEY p.2 f mit Statistik; FED Staff-Study p.16.

153 Ein genauer Zeitpunkt ist nicht auszumachen. Vgl. Tabelle bei HAEMMERLI S.104; ferner G. STREICHENBERG, Die Bedeutung der "Private Placements" für die Schweizer Banken, in: SHZ 06.10.1972.

154 SCHILTKNECHT S.7; SNB, 75 Jahre, S.200; SHZ 09.01.1986. Zum ganzen Verlauf vgl. ZIMMERLI S.1 ff; HAEMMERLI S.343 ff.

155 I.d.S. auch KREDITWESEN 38(1985) 655.

156 G. STREICHENBERG, SHZ 06.01.1972 (zit. Anm.153).

157 G. STREICHENBERG, SHZ 06.01.1972 (zit. Anm.153).

markt brachte es mit sich, dass auch der Euromarkt dazu benutzt wurde, mittelfristige Papiere zu placieren. Diese Titel bezeichnete man in Abgrenzung zu den langfristigen Bonds oder Depentures eben mit Notes¹⁵⁸.

Aber auch auf der Investorseite begrüßte man solche mittelfristige Anleihen als willkommene Alternative, da die vorherrschenden Schwankungen im Währungs- und Zinsgefüge der letzten Jahre den Anleger stark verunsicherten. So begannen sich diese Papiere einer steigenden Beliebtheit zu erfreuen, wobei insbesondere Schweizerfranken bevorzugt wurden¹⁵⁹.

Infolge dieser Entwicklung nahmen die Schweizer Banken das Gespräch mit der SNB über die Durchführung mittelfristiger Notesemissionen für ausländische Rechnung auf. Auch die SNB hegte Befürchtungen, dass es zu einer Konkurrenzsituation hinsichtlich der Kassenobligationen und einer Beeinflussung des ganzen inländischen mittelfristigen Marktes käme. Als Folge davon würde sich eine unerwünschte Anpassung des inländischen Zinsniveaus an die erheblich höheren ausländischen Sätze einstellen¹⁶⁰.

Diese Bedenken berücksichtigend, bestimmte sie aufgrund Art.8 des Bankengesetzes in den Kapitalexporth Bestimmungen, dass 3/4 des Emissionsbetrages bei nicht in der Schweiz domizilierten Personen zu placieren, die Stückelung auf minimal SFr. 200 000.- festzusetzen und eine Börsenkotierung nicht ins Auge zu fassen sei. Im weiteren statuierte sie ein Absehen von jeglicher Werbung, womit der Weg der privaten Emission vorgeschrieben war¹⁶¹. Gleichzeitig wurde eine Emissionskontrolle am Kapitalmarkt eingeführt, welche die Massnahmen zur Verhinderung eines Zinsanstieges abrunden sollte¹⁶².

158 Vgl. SCHMITZ S.25; statistische Angaben bei BOLLMANN S.140; G. STREICHENBERG, Die Bedeutung der "Private Placements" für Schweizer Banken, in: SHZ 06.01.1972.

159 G. STREICHENBERG, SHZ 06.01.1972 (zit. Anm.158).

160 Vgl. SNB, 75 Jahre, S.200; SNB, 61. Geschäftsbericht(1969), S.14; G. STREICHENBERG, SHZ 06.01.1972 (zit. Anm.158).

161 SNB, 75 Jahre, S.200.

162 Vgl. SCHILTKNECHT S.7; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.27; G. STREICHENBERG, Die Bedeutung der "Private

Darauf kam es 1968 zur ersten Notesemission dieser Art ¹⁶³.

1969 nahm die inländische Kreditnachfrage rasch zu, weshalb Emissionsbeschränkungen öffentlicher Anleihen folgten. Darauf änderte man 1970 die Notesbestimmungen, indem bei ausländischen Zeichnern nur noch eine minimale Stückelung von SFr. 50 000.-, bei inländischen Zeichnern hingegen eine solche von SFr. 250 000.- vorgeschrieben wurde ¹⁶⁴.

1971 intervenierte die SNB dahingehend, dass der Kapitalexport mit Hilfe mittelfristiger Schuldverschreibungen der Bewilligungspflicht unterstellt wurde ¹⁶⁵.

Das schwindende Vertrauen in die Dollarwährung und das zeitweise völlige Erlahmen des Euromarktes hatten zur Folge, dass die Nachfrage nach Kapital zunehmend an einem noch funktionierenden Markt in Schweizerfranken zu befriedigen versucht wurde. So übertraf man zeitweilig das Kreditpotential der Schweizer Banken, weshalb diese die Gelegenheit ergriffen und vermehrt Notes privat bei -nach eben harten Währungen, insbesondere Schweizerfranken, suchenden- Anlegern placierte ¹⁶⁶.

Die beträchtliche Nachfrage ausländischer Investoren und die steigende Verflüssigungstendenz des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes brachten es nun mit sich, dass -entgegen den von der SNB gehegten Befürchtungen- das inländische Zinsniveau von den in der Regel höher verzinslichen Notes nicht betroffen wurde. So lockerte die SNB 1971 ihre Bedingungen, indem sie die Auflage, 3/4 des Emissionsbetrages bei nicht in der Schweiz domilizierten Personen zu placieren, ersatzlos strich und die minimale Stückelung allgemein auf SFr. 50 000.-

163 "Placements" für Schweizer Banken, in: SHZ 06.01.1972.
G. STREICHENBERG, SHZ 06.01.1972 (zit. Anm.162); auch FuW 21.01.1976.
164 SNB, 75 Jahre, S.201; SCHILTKNECHT S.8.
165 SCHILTKNECHT S.8; SNB, 75 Jahre, S.197.
166 G. STREICHENBERG, SHZ 06.01.1972 (zit. Anm.162).

herabsetzte ¹⁶⁷.

Dies erleichterte die Privatplacierung von Notes wesentlich, worauf es zu höheren Belehnungen kam und sich immer mehr Banken und sonstige Vermittler am Geschäft beteiligten ¹⁶⁸.

1972 verzeichneten die Notesemissionen bereits einen beträchtlichen Umfang.

Die Palette der Eingriffe ins Kapitalmarktgeschehen erfuhr ab 1975 eine sukzessive Lockerung, blieb aber bis 1978 gross. Die entscheidende Wende brachte erst die Wechselkurskrise im Herbst selbigen Jahres ¹⁶⁹. Nachdem zwischen 1969 und 1975 ebenfalls regelmässig Kürzungen der geplanten Emissionen erfolgten, liess sich die SNB von der Problematik einer solchen Kontrolle überzeugen. Die Emissionkontrolle wurde 1983 aufgehoben. Ueberhaupt führte der Versuch, durch Eingriffe in den Kapitalverkehr und die Ausgestaltung von Emissionen den internationalen Kapitalmarkt lenken zu können, manchmal zu Auflagen, die heute doch ab und zu zum Schmunzeln reichen ¹⁷⁰.

Die Eidgenössische Steuerverwaltung schaffte 1974 den Emissionsstempel für ausländisch placierte Titel ab. 1975 nahm darauf das Notesgeschäft -obwohl eine Umsatzabgabe als Ersatz eingeführt wurde- nochmals einen starken Aufschwung ¹⁷¹.

¹⁶⁷ Vgl. SCHILTKNECHT S.8; SNB, 75 Jahre, S.201; G. STREICHENBERG, Die Bedeutung der "Private Placements" für die Schweizer Banken, in: SHZ 06.01.1972.

¹⁶⁸ G. STREICHENBERG, SHZ 06.01.1972 (zit. Anm.167).

¹⁶⁹ Vgl. SCHILTKNECHT S.8; SNB, 75 Jahre, S.202.

¹⁷⁰ SCHILTKNECHT S.8.

Je nach geldpolitischem Konzept entsprechend liberalere Kapitalexportpolitik. Neben der Schweiz hat auch insbesondere Holland das Interesse für Notes dazu benutzt, "unerwünschten Kapitalzuflüssen die Spitze zu brechen und die Gelder unter bestimmten Placierungsbedingungen wieder ins Ausland zu leiten", vgl. BOLLMANN S.139; dazu auch J. KUIPER, Developments in private placements, in: Euromoney 9/75 p.100 f.

¹⁷¹ Vgl. SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.28; FuW 21.01.1976; H. OBERHAENSLI, "Selling-Groups" verfälschen den Notes-Charakter, in: SHZ 22.04.1976; zu den geltenden steuerrechtlichen Verhältnissen vgl. hinten S.106 ff.

Ein weiterer wesentlicher Schritt vollzog sich 1980 im Zuge der Gesamtrevision der Kapitalexportbestimmungen, als sämtliche inländischen Banken die Erlaubnis erhielten, Notes von ausländischen Schuldnern zu placieren. Ausserdem durften sie nun auch an ausländische Währungsbehörden abgegeben werden und wurden beschränkt handelbar¹⁷². Die Charakteristik der privaten Emission aber blieb erhalten. 1982 hob die SNB dann auch die Publizitätsvorschriften auf, womit es von nun an sogar möglich war, Notes öffentlich anzubieten¹⁷³.

Die Entwicklung dieses Notesgeschäftes und damit eben auch der Privatplacierung ist nicht abgeschlossen. So strebt der Kapitalexport durch Notes auch weiterhin einem hohen Stand entgegen und die Kapitalexportbestimmungen bleiben ebenso in Bewegung¹⁷⁴. Die Tendenz illustriert sich gut anhand der neusten Aenderung der Kapitalexportbestimmungen¹⁷⁵, wonach die Vorschriften über Mindeststückelung, Laufzeit und Depotpflicht für Notes aufgehoben sowie auch die verbliebene Meldepflicht für SFr.-Placierungen bei ausländischen Banken und Währungsbehörden gestrichen wurden¹⁷⁶.

172 SCHILTKNECHT S.9; SNB, 75 Jahre, S.202 f; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.28.

Ab 1984 konnten Titellieferungen für Straight Notes sogar über die SEGA erfolgen und der Telefonhandel hat einen bedeutenden Umfang erlangt, vgl. SHZ 09.01.1986.

173 Kapitalexportbestimmungen vom 01.07.1982.

174 SHZ 09.01.1986; NZZ 03.04.1986; NZZ 21./22.06.1986.

Gemäss Bankkreisen fällt besonders die starke Inanspruchnahme des Marktes durch japanische Schuldner auf, vgl. dazu NZZ 15./16.02.1986.

Aenderungen der Kapitalexportbestimmungen vom 11.11.1982, 20.01.1984, 15.05.1985; die heutige kapitalmarktrechtliche Problematik der Notes ist indirekt eine Folge der Aenderung der Notenbankpolitik, vgl. K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 117.

175 Aenderung der Kapitalexportbestimmungen vom 29.05.1986; vgl. nun darüber hinaus auch Anhang B.

176 Letzte Bastion der Kapitalexportbestimmungen stellt eigentlich nur noch die Bedingung des schweizerischen Domizils des Emissionshauses dar, vgl. NZZ 21./22.06.1986.

§ 3 PROBLEMATIK

Der Strukturwandel und die Entfaltung der Emissionstätigkeit sind auf der einen Seite ein Zeichen der Flexibilität und Prosperität, auf der anderen Seite birgt diese Veränderung aber den Keim künftiger Probleme in sich ¹⁷⁷.

Wir erlebten ein explosionsartiges Wachstum der bilanzneutralen Bankgeschäfte ¹⁷⁸, wo das "Kredit"-Risiko doch in gewisser Art und Weise auf den Anleger abgeschoben wird ¹⁷⁹. Dieser Bereich wurde zur Ertragssparte mit den grössten Zuwachsraten, weshalb heute -legitimerweise- jede Institutsgruppe darauf abzielt, sich aus diesem Kuchen ein besonders grosses Stück herauszuschneiden ¹⁸⁰. Oft aber gingen und gehen Banken immer grössere Risiken ein, um Anleiensmandate zu gewinnen und damit in den Ranglisten der aktivsten Häuser nach vorne zu rutschen ¹⁸¹. Die Beurteilung der Bonität erheischt wachsende Bedeutung ¹⁸². Dazu kommt, dass das Verhalten potenter Kreditnehmer, sich selbst direkt beim Publikum zu verschulden, tendenziell eine Verschlechterung der Aktivseite der Institute zur Folge hat ¹⁸³.

Ich meine, dass sich hier eine Anpassung des Investorschutzes aufdrängt. Mit dem Wachstum der Instrumente im bilanzneutralen Bereich wird der ganze Finanzsektor störungsanfälliger, und Vorschriften drohen

¹⁷⁷ I.d.S. auch BIZ-Bericht, besprochen in: NZZ 29.10.1985.

¹⁷⁸ Vgl. BOEMLE, Rechnungslegung von Banken, S.129 ff; sodann NZZ 21.11.1986.

Bilanzneutral sind Geschäfte, die nicht zu einem Erwerb von herkömmlichen, in der Bilanz ausgewiesenen Aktiva führen.

¹⁷⁹ Vgl. etwa R.E. GUT, Akzente neu gesetzt, in: SHZ 03.10.1986: "Risikoentlastung der eigenen Bilanz"; sodann ZWICKY S.16 f, der die Problematik einer ähnlichen Situation im Nachkriegsdeutschland aufzeigt; WEBER I.1.2.1.; ferner SHZ 08.01.1987.

¹⁸⁰ M. WALLISER, Emissionsmärkte: Eine Herausforderung, in: SHZ 04.10.1985.

¹⁸¹ Vgl. E.F. SCHAAD, Indifferentes Geschäft: Kapital schlägt Kredit, in: SHZ 04.10.1985; BIZ-Bericht, besprochen in: NZZ 29.10.1985; NZZ 18./19.01.1986.

Dies will aber nicht bedeuten, dass der Wettbewerb im Emissionsgeschäft schon grundsätzlich dem Anlegerschutz abträglich ist, vgl. HAEMMERLI S.365 u. STIGLER p.186.

¹⁸² Vgl. etwa U. GRETE, Quantität vor Qualität, in: SHZ 03.10.1986: zunehmendes Auftreten von Emittenten nicht allerbesten Klasse.

¹⁸³ Zürcher Vortrag H. MEYER, Finanzinnovationen aus der Sicht der Nationalbank, besprochen in: NZZ 12.03.1986 u. SHZ 13.03.1986.

unterhöhlt zu werden, die bisher gerade zur Erhaltung der Systemstabilität beitrugen. Mithin die grössten und spektakulärsten Bankverluste hatten im indifferenten Geschäft ihren Ursprung ¹⁸⁴.

Es fragt sich, ob die bestehenden Eigenmittelvorschriften noch zweckmässig sind und ihrer Aufgabe gerecht werden können ¹⁸⁵.

Im Spannungsfeld der ganzen Kapitalmarktentwicklung ist festzustellen, dass sich Grenzen allgemein immer mehr verwischen. So ist insbesondere sowohl mit der Vermischung und Annäherung der Finanzierungsinstrumente und Emissionsarten als auch der Verwischung der Grenzen zwischen Banken und reinen Investmenthäusern ein vermehrtes Risiko verbunden ¹⁸⁶.

Hinsichtlich der Finanzgesellschaften muss man sich fragen, ob eine Ueberwachung nicht auf den ganzen Kapitalmarkt auszudehnen wäre ¹⁸⁷. Das bestehende aufsichtsrechtliche Vakuum bereitet Sorge um den Funktionsschutz, um die Gewährleistung geordneter Verhältnisse. Zusammenbrüche im Parabanken-Sektor könnten Kettenreaktionen auslösen, die den Kapitalmarkt vital beeinträchtigen ¹⁸⁸. Zudem ist nicht zu übersehen, dass gerade Finanzinstitute immer mehr nicht nur erste Adressen ausländischer Kapitalnehmer -z.T. auch wirkliche Exoten- auf den schweizerischen Kapitalmarkt bringen. Die Fragen des Anlegerschutzes liegen auf der Hand ¹⁸⁹.

184 Vgl. B. MUELLER, 10 Jahre Bankenaufsicht, in: SAG 58(1986) 85. Die Bankenkommision machte schon frühzeitig auf die Notwendigkeit erhöhter Sorgfalt aufmerksam, vgl. Jahresberichte EBK 77 S.16/22 ff, 79 S.24 u. 91, 80 S.18, 85 S.28.

185 Vgl. dazu B. MUELLER, 10 Jahre Bankenaufsicht, in: SAG 58(1986) 81; ferner NZZ 19.09.1985; NZZ 25.10.1985; Zürcher Vortrag H. MEYER, Finanzinnovationen aus der Sicht der Nationalbank, besprochen in: NZZ 12.03.1986 u. SHZ 13.03.1986; International Monetary Conference der AMERICAN BANKERS ASSOCIATION, besprochen in: NZZ 06.06.1986; ferner Herbstgespräch der SBG, besprochen in: NZZ 05.11.1986.

186 Vgl. SCHILTKNECHT S.10; NZZ 19.09.1985; International Monetary Conference der AMERICAN BANKERS ASSOCIATION, besprochen in: NZZ 06.06.1986.

187 Beaufsichtigung des Parabankensektors aus Anlegerschutzgründen, vgl. H. BODENMANN, Parabanken im Visier, in: SHZ 03.10.1986; sodann NZZ 28.05.1986.

188 Vgl. B. MUELLER, 10 Jahre Bankenaufsicht, in: SAG 58(1986) 86; sodann NZZ 25.10.1985; NZZ 28.05.1986.

Notes wurden zwar in den ersten Jahren effektiv privatplaciert, bald stellte sich hier aber eine m.E. äusserst problematische und ernstzunehmende Vermischung von privater und öffentlicher Emission ein ¹⁹⁰. Dazu kam neben der zunehmenden Bedeutung institutioneller Anleger eine -durch die steigende Beanspruchung des inländischen Kapitalmarktes bedingte- naturgemässe Verbreiterung des Investorenkreises bis zur zunehmend euphorischen Stimmung auch des kleineren, privaten Anlegers ¹⁹¹. In die gleiche Richtung führt die Aufhebung der Vorschriften hinsichtlich Mindeststückelung, Laufzeit und Depotpflicht bei Notesmissionen, wobei letzteres insbesondere auch den Sekundärmarkt beflügeln wird ¹⁹². Der private Investor verfügt aber nicht über das gleiche Wissen und die gleichen Informationsmöglichkeiten wie die grossen institutionellen Anleger ¹⁹³. Eine rechtliche Würdigung -insbesondere hinsichtlich des Investorschutzes- drängt sich immer stärker auf.

Die Kombination von mehr Konkurrenz und neuen Risiken hat nicht nur die Marktteilnehmer überfordert. Die Aufsichtsbehörden und der Gesetzgeber stehen vor der schwierigen Aufgabe, dem Anlegerschutz gerecht zu werden, ohne einem gesunden Marktwachstum im Wege zu stehen ¹⁹⁴.

-
- 189 Vgl. NZZ 21./22.06.1986; sodann Herbstgespräch der SBG, besprochen in: NZZ 05.11.1986.
- 190 Vgl. P. LANGUETIN, Referat an der GV der SNB, in: Quartalsheft SNB 2/85 S.138 ff; schon H. OBERHAENSLI, "Selling-Groups" verfälschen den Notes-Charakter, in: SHZ 22.04.1976; vgl. SHZ 08.01.1986; dazu nun Versuch Anhang B.
- 191 Vgl. HAEMMERLI S.253; A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987.
- 192 Vgl. Aenderung der Kapitalexportbestimmungen vom 29.05.1986.
- 193 Ähnlich K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 117 f; vgl. auch SHZ 09.01.1986; NZZ 18./19.01.1986.
- 194 I.d.S E.F. SCHAAD, Indifferentes Geschäft: Kapital schlägt Kredit, in: SHZ 04.10.1985; B. MUELLER, 10 Jahre Bankenaufsicht, in: SAG 58(1986) S.87, welcher der Problematik nebenbei aus aufsichtsbehördlicher Sicht pointiert Ausdruck gibt: "Oh Lord, let there be bank failures, but let them be little ones and save us from innovative bankers"; vgl. auch NZZ 18./19.01.1986; WELTWOCHE 23.10.1986.

2. KAPITEL GEGENSTAND

§ 4 WERTPAPIERE

A BEGRIFFSUMSCHREIBUNG

Ein Wertpapier stellt -wie das Wort an sich schon zum Ausdruck bringt- die Verbindung eines Wertrechts mit einem Papier, d.h. "die Vereinigung von etwas 'Wertvollem' mit etwas nahezu 'Wertlosem'" dar ¹⁹⁵.

Die Legaldefinition in Art.965 OR umschreibt das Wertpapier als "jede Urkunde, mit der ein Recht derart verknüpft ist, dass es ohne die Urkunde weder geltend gemacht, noch auf andere übertragen werden kann" ¹⁹⁶.

Die gesetzliche Charakterisierung ist in dreierlei Hinsicht zu präzisieren, nämlich bezüglich der Verbriefung einer privatrechtlichen Rechtsstellung, des doppelseitigen Präsentationserfordernisses und eines Hinweises auf die richterliche Kraftloserklärung ¹⁹⁷. So ergibt sich die folgende vervollständigte und präzierte Begriffsumschreibung:

"Wertpapier ist jede Urkunde, in der eine private Rechtsstellung derart verbrieft ist, dass sie ohne die Urkunde nicht übertragen werden kann und dass -unter Vorbehalt der Kraftloserklärung- weder der Berechtigte Leistung verlangen noch der Verpflichtete mit befreiender Wirkung erfüllen kann" ¹⁹⁸.

195 So treffend MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §1 Rdn.1.

196 Vgl. dazu JAEGGI, Kommentar zu Art.965 N19 ff.

197 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §3 Rdn.9 ff;
JAEGGI/DRUEY/VON GREYERZ S.52 f.

198 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §3 Rdn.17.

B EIGNUNG DER VERSCHIEDENEN WERT- PAPIERARTEN

Grundsätzlich steht die Emission mittels Privatplacierung m.E. allen Arten von Wertpapieren offen. In der Literatur werden zwar meist nur einzelne Typen -namentlich Obligationen- angeführt ¹⁹⁹, doch findet man auf der anderen Seite auch immer wieder Hinweise auf die Möglichkeit einer nicht öffentlichen Placierung von anderen Gläubigertiteln und Beteiligungspapieren ²⁰⁰.

Eine Beschränkung ergibt sich vielmehr und einzig durch das grundsätzliche Erfordernis, überhaupt Gegenstand einer Emission sein zu können ²⁰¹.

Solange ein Wertpapier als Effekte ausgestaltet ist, steht einer Privatplacierung nichts entgegen. Diesbezüglich besteht kein Unterschied zur öffentlichen Emission. Es wäre insbesondere an die Spielarten der Obligation, an Aktien und Partizipations- sowie Genussscheine zu denken. Im folgenden soll -der praktischen Bedeutung Rechnung tragend- der Bereich der Anleiheobligation im Mittelpunkt stehen.

199

200

Vgl. anstatt vieler MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.69.
So vgl. FORSTMOSER, Aktienrecht, §9 Rdn.196; auch SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.31, wonach es ebenso denkbar ist, "dass auch Beteiligungspapiere, beispielsweise Namenaktien, privat placiert werden".

201

Vgl. dazu vorne S.5 ff.

§ 5 ANLEIHENS OblIGATION INSBESONDERE

A GRUNDSÄTZLICH

Unter Anleiheobligation versteht man ein Wertpapier, welches "in Serie zu nämlichen Bedingungen ausgegeben" ²⁰² wird und in welchem "der Anleihenehmer dem Berechtigten Rückzahlung und Verzinsung einer bestimmten Geldsumme zu den im voraus festgelegten Bedingungen verspricht" ²⁰³.

Die beiden Teilelemente -Anleihe und Obligation- umschreiben sich im einzelnen wie folgt:

- Eine Obligation stellt eine Teilschuldverschreibung dar. Darunter versteht man eine Urkunde, die als Wertpapier ausgestaltet ist. Als solches verbrieft sie eine Forderung auf Geldleistung, "die neben anderen, gleichartigen Bedingungen unterworfenen Forderungen, Teil einer Massenanleihe darstellt" ²⁰⁴.
- "Die Anleihe ist ein in Teilbeträgen aufgeteiltes Grossdarlehen auf einheitlicher Rechtsgrundlage" ²⁰⁵. Die sogenannten Anleihebedingungen (Zinssatz, Ausgabepreis, Laufzeit, Zeichnungsfrist und Liberierungsdatum) sind demnach einheitlich gestaltet. Gestützt darauf "schliesst der Anleihenehmer mit einer Vielzahl von Darleihern selbständige Einzelverträge ab" ²⁰⁶.

²⁰² MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.4.

²⁰³ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.4; vgl. JAEGGI/DRUEY/VON GREYERZ S.91; ZIEGLER, Vorbemerkungen zu Art.1156-1186 N3; HANDBUCH GBB S.48 f; EMCH/RENZ S.176; DUBACH S.5; BEELER S.229; BOEMLE, Wertpapiere, S.88.

²⁰⁴ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.1; vgl. JAEGGI, Kommentar zu Art.965 N286.

Oft -insbesondere in der BRD- wird Anleiheobligation mit Teilschuldverschreibung gleichgesetzt.

²⁰⁵ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.3; JAEGGI/DRUEY/VON GREYERZ S.90 f.

²⁰⁶ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.3; JAEGGI/DRUEY/VON GREYERZ S.91; vgl. auch HANDBUCH GBB S.48.

In der Schweiz werden nun in erster Linie mittelfristige Anleihenobligationen privatplaciert ²⁰⁷.

B NOTES

I. TERMINOLOGISCHES

Der Ausdruck "notes" bezeichnet verschiedene Finanzierungstypen, welche sich je nach Ort und Zeit der Betrachtung unterscheiden.

Die Herkunft ist im angelsächsischen Sprachbereich anzudeuten ²⁰⁸.

Ende des 17. Jahrhunderts zahlte Massachusetts rückkehrende Soldaten mit sogenannten "notes" oder "bills of credit" aus. Darunter war das Versprechen der Kolonialregierung zu verstehen, den Betrag zu zahlen, welcher auf der Vorderseite der "note" angegeben war ²⁰⁹. In die gleiche Zeit fiel der Beginn des modernen Bankwesens. Während bis anhin das Ausleihen von Geld auf individueller Basis -von Kaufmann zu Kaufmann- erfolgte, konnte nun Geld auf der Bank of North America angelegt werden und Entleihern war es möglich, sich durch sogenannte "promissory notes" -Eigenwechsel- Geldmittel von der Bank zu verschaffen ²¹⁰. Auch in England tauchte dieses Institut der "promissory note" ungefähr parallel dazu auf ²¹¹. Allgemein schien man unter "notes" einfach die Verbriefung eines Geldwertes, eines Zahlungsversprechens im weitesten Sinne zu verstehen ²¹².

Aufgrund des Transmissionsriemens im Kapitalmarkt ²¹³ wurde

²⁰⁷ Vgl. SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.31.

²⁰⁸ Vgl. etwa SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.28.

²⁰⁹ THE AMERICAN BANKERS ASSOCIATION, American Banking, p.9.

²¹⁰ THE AMERICAN BANKERS ASSOCIATION, American Banking, p.15.

²¹¹ THE AMERICAN BANKERS ASSOCIATION, American Banking, p.74; vgl. sodann HANDBUCH GBB S.513, 552.

²¹² Vgl. u.a. auch heute DOBBS-HIGGINSON Stichwort "Note".

²¹³ Vgl. vorne S.29.

und wird dieser Begriff nun in den verschiedensten Ländern in einem ebenso verschiedenen Sinne gebraucht, ja nicht einmal in einem Land selbst umschreibt man ihn einheitlich.

In der Schweiz herrscht neben den diversesten Differenzen insbesondere eine Vermischung der Ausdrücke "notes" und "private placement" bzw. "Privatplacierung" vor ²¹⁴.

Obwohl eine tatsächlich enge Verbindung ²¹⁵ existiert, ist es unumgänglich, beides klar auseinanderzuhalten. Privatplacierung umschreibt die Art der Emission eines Papiere, der Titeltyp ist damit noch nicht festgelegt. Notes hingegen stellen nur einen möglichen -wenn auch im Vordergrund stehenden- Gegenstand der Privatplacierung dar, mit anderen Worten müssen Notes darum nicht zwangsläufig auf private Art und Weise emittiert werden ²¹⁶. Der Ausdruck "note" soll nur die Wertpapierart qualifizieren ²¹⁷.

Im weiteren trifft man oft auch auf die Bezeichnung "Kassaschein". Der Grund liegt darin, dass z.T. zwischen Notes ausländischer Schuldner -Notes genannt- und Notes inländischer Schuldner -Kassascheine genannt- differenziert wird ²¹⁸.

Der Ausdruck "Kassaschein" für inländische Notes kann aber nach meinem Dafürhalten irreführend sein, wird der Kassaschein doch meist mit der Kassenobligation gleichgesetzt ²¹⁹. In diesem Falle würde dann die

²¹⁴ Vgl. u.a. SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.27 ff; SBV, Der schweizerische Kapitalmarkt, S.25; BORKOWSKY/MOOSMANN S.260; noch HANDBUCH GBB 3. Aufl. S.474 u. 507; OBST/HINTNER S.866; EMCH/RENZ S.405; Courtage-Convention der Vereinigung schweizerischer Effektenbörsen vom 16.11.1985 S.17; WELTWOCHE 26.04.1984; HANDELSBLATT 03.04.1985; FuW 15.06.1985; SHZ 09.01.1986.

²¹⁵ Vgl. vorne S.26.

²¹⁶ Ähnlich in der Differenzierungsart -aber hinsichtlich Emission/Anleihe- HORN S.1 Anm.3.

Weil Notes eben in der Regel (vgl. vorne S.26 ff) privatplaciert werden, hat sich -so scheint mir- die Uebersetzung "Privatplacierung" eingeschlichen; vgl. auch SHZ 02.08.1984; FuW 21.01.1976.

²¹⁷ Vgl. i.d.S. zutreffend u.a. HANDBUCH GBB S.550; sodann BILANZ 2/83 S.103.

²¹⁸ Vgl. u.a. Hinweis HANDBUCH GBB S.48; sodann SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.31.

Ausgabe einer inländischen Note nicht mehr eine Emission darstellen²²⁰ und das Papier an sich hätte keinen Anleiheobligationscharakter²²¹ mehr, weil eben die Charakteristik des Massenspapieres wegfielen. Nun werden aber in der Praxis Anleihen unter dem Titel "Kassascheine" ausgegeben, die man als Massenspapiere privatplaciert²²². Somit müssten Kassascheine -so meine ich- in einem weiteren Sinne als kurz- bis mittelfristige verzinsliche Schuldverschreibungen verstanden werden²²³. Je nachdem, ob die Ausgabe dieser Papiere durch eine Emission erfolgt oder nicht, wäre zwischen Kassaschein i.e.S. als Massenspapier und Kassenobligation zu differenzieren. Von einer Privatplacierung bezüglich inländischer Notes kann nur die Rede sein, wenn die als Kassascheine bezeichneten Titel Massenspapiercharakter aufweisen.

In den folgenden Ausführungen werde ich darum die Bezeichnung Kassaschein vermeiden und -wenn nötig- von inländischen bzw. ausländischen Notes sprechen, der Ausdruck "notes" an sich soll und kann nicht von der Schuldnerherkunft abhängen²²⁴.

219 Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §23 Rdn.1; JAEGGI/DRUEY/VON GREYERZ S.82; ZIEGLER, Vorbemerkungen zu Art.1156-1186 N5; JAEGGI, Kommentar zu Art.965 N289; EMCH/RENN S.178; BOEMLE, Wertpapiere, S.68; MOHR S.16; zur Kassenobligation sodann hinten S.52 f.

220 Vgl. vorne S.5 f.

221 Vgl. vorne S.43.

222 So beispielsweise die Stadt Zürich, vgl. NZZ 10.12.1985; auch die Stadt Thun, vgl. NZZ 19./20.04.1986.

Kassascheine oder Kassenobligationen sind aber auch nicht auf einen bestimmten Schuldner typ -öffentlichrechtliche Körperschaft, Bankfixiert. Auch private Unternehmungen können solche Papiere gemäss BGE 101 Ib 336 ff ausgeben. D.h. m.E. auch umgekehrt, dass die Ausgabe von Notes nicht auf private Schuldner fixiert ist, vgl. als Praxisbeispiel NZZ 24.07.1986; anders Antwort des BUNDESRATES vom 16.10.1985 auf die einfache Anfrage von Nationalrat SCHUELE: "mittelfristige Schuldverschreibung privater Schuldner"; ferner anders etwa NZZ 18.10.1985.

Vgl. sodann HANDBUCH GBB S.409, wo auf privatplacierte Kassascheine von Industrieunternehmungen hingewiesen wird.

223 Vgl. HANDBUCH GBB S.409.

224 I.d.S. auch HANDBUCH GBB S.514, wobei aber auf S.48 auch auf die Bezeichnung "Kassaschein" für inländische Notes hingewiesen wird; BORKOWSKY/MOOSMANN S.260; Courtagé-Konvention der Vereinigung schweizerischer Effektenbörsen vom 16.11.1985 S.15; K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 116 spricht von zumeist ausländischen Schuldnern. A.M. OBST/HINTNER S.866; EMCH/RENN S.405; BOEMLE, Wertpapiere, S.72.

Die praktische Bedeutung der Notes inländischer Schuldner ist in der Schweiz relativ gering ²²⁵, weshalb in der vorliegenden Arbeit solche ausländischer Schuldner im Vordergrund stehen.

II. RECHTSNATUR

1. WERTPAPIERCHARAKTER

a) CHARAKTERISIERUNG

Notestitel enthalten m.W. durchwegs eine Erklärung des Verpflichteten, deren Bedeutung einerseits aus dem Wortlaut und andererseits mittels Auslegung anhand des Vertrauensprinzips zu ermitteln ist ²²⁶, das verbriefte Recht dem Inhaber der Urkunde und nur ihm zu gewähren, und eine Feststellung, aus der hervorgeht, dass der Inhaber und nur der Inhaber Erfüllung verlangen kann.

Demnach liegt ohne Ausnahme eine qualifizierte Wertpapierklausel vor, die -mindestens in der Regel- auf den Inhaber lautet ²²⁷.

b) ABGRENZUNG ZUM KLASSISCHEN BANKKREDIT

Der Ausdruck Kredit ²²⁸ hat verschiedene Bedeutungen.

Einmal meint man darunter "das Vertrauen in die Fähigkeit und den Willen des Schuldners, seinen Schuldverpflichtungen ordnungs- und termin-gemäss nachzukommen" ²²⁹.

Im weiteren wird damit der "Vorgang der Uebertragung von Kapital oder anderer wirtschaftlicher Güter bezeichnet" ²³⁰, wobei genauer "Güterbesitz in einen obligatorischen Anspruch auf ein Quantum vertret-

²²⁵ Gemäss übereinstimmender Angaben aus Bankkreisen; vgl. auch HANDBUCH GBB S.409; sodann aber immerhin DER BUND 05.06.1986.

²²⁶ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §1 Rdn.38 ff.

²²⁷ BOEMLE, Wertpapiere, S.72; HANDBUCH GBB S.409 hinsichtlich inländischer Notes; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.139 f.; G. STREICHENBERG, Die Bedeutung der "Privatplazierung" für Schweizer Banken, in: SHZ 06.01.1972; vgl. sodann Anhang A Annex C(1).

Zum Inhaberpapier vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §2 Rdn.140 ff.

²²⁸ Credere -glauben, Vertrauen schenken.

²²⁹ HANDBUCH GBB S.105.

²³⁰ HANDBUCH GBB S.105.

barer Güter umgewandelt" wird ²³¹.

Sodann versteht man unter Kredit "das übertragene Geldkapital selbst" ²³².

Bei der Privatplacierung von Notes dürfte zweifelsohne die zweite Bedeutung, d.h. eine Kreditgewährung, im Mittelpunkt stehen.

Der klassische Bankkredit nun stellt ebenfalls eine solche Kreditgewährung dar, und zwar in dem Sinne, dass eine Bank dem Kreditnehmer zusichert, ihm Geld hinzugeben gegen dessen Verpflichtung, Zins oder Kommission zu leisten sowie die erhaltene Summe zurückzahlen ²³³.

Es handelt sich also um einen eigentlichen Geldkredit durch eine Bank. Als solcher gestaltet er sich in der Form des einfachen Schuldscheindarlehen. Die Forderung erfährt keine Verbriefung in einem Wertpapier ²³⁴. Wir haben es mit einer einfachen Beweisurkunde zu tun, welche einzig die Erklärung des Verpflichteten enthält, dass er das gegen ihn gerichtete Recht des Berechtigten anerkenne ²³⁵. Schliesslich ist für den klassischen Bankkredit typisch, dass er sich in der Bilanz der Bank niederschlägt. Die Finanzierung aber über Notes durch Einschaltung von Banken direkt beim Publikum ist -von der Bank her gesehen- bilanzneutral. Sowohl kommissionsweise Placierungen als auch Festübernahmen ²³⁶ schlagen sich nicht in der Bankbilanz nieder, letztere selbst nicht einmal als Eventualverpflichtungen ²³⁷. Dass sich diese Geschäfte auf indirekte Weise -über die Erfolgsrechnung- auf den Gewinn auswirken, macht sie selbstverständlich noch nicht bilanzwirksam. Einzig bei der

²³¹ KOMORZYNSKI S.26.

²³² HANDBUCH GBB S.105.

²³³ Vgl. dazu GUGGENHEIM S.95 u. dort zit. Literatur.

²³⁴ Im Gegensatz eben zu Notes. Darum unzutreffend die Umschreibung von Notes u.a. in FuW 05.10.1985.

²³⁵ Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §2 Rdn.3 ff; zum Schuldscheindarlehen im weiteren auch OBST/HINTNER S.526; HANDBUCH GBB S.591.

²³⁶ Vgl. vorne S.10 ff.

²³⁷ Nach VBaG 24 nicht unter ausweispflichtige Eventualverpflichtungen fallend; vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.6 N68 ff. Gemäss konstanter Praxis der Bankenkommision keine Eigenmittelunterlegung; vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.4 N30c.

Festübernahme erscheinen die nicht placierten Titel im Wertschriftenbestand der Bank.

An dieser Stelle scheint es mir angebracht, auf den sogenannten Roll-over-Kredit ²³⁸ hinzuweisen, weil dieser in der Form des Roll-over-Eurodarlehens dadurch grosse Bedeutung erlangt hat, dass er anstelle von Notes oder Obligationen die Fremdfinanzierung von Investitionsprojekten gewährleisten konnte ²³⁹. Es handelt sich auch hier um einen klassischen Bankkredit -also Geldkredit ohne Verbriefung der Forderung in einem Wertpapier-, für welchen nun als Spezialität eine periodische Zinsanpassung typisch ist ²⁴⁰. Damit ist der Roll-over-Kredit insbesondere von der Floating Rate Note ²⁴¹, die ebenso keinen fixen Zinssatz aufweist, zu unterscheiden.

Im obigen Sinne ist eine Abgrenzung zwischen der Gewährung eines Bankkredites und der Privatplacierung sinnvoll. Fasst man den Bankkredit in einem weiteren -nicht nur klassischen- Sinne ins Auge, so erweist sich eine solche m.E. aber vom Ansatzpunkt her als problematisch.

Grundsätzlich meine ich, dass der Bankkredit heute in einem solchen weiteren Sinne verstanden werden sollte. Für dessen Umschreibung ist nach meinem Dafürhalten darum einzig die Tatsache entscheidend, dass die Bank das Gläubigersubjekt verkörpert ²⁴². Sie gewährt Kredit, ist Gläubigerin der Forderung. Ob diese Forderung der Bank nun verbrieft ist oder nicht, hat nichts mehr mit der Frage zu tun, ob ein Bankkredit vorliegt oder nicht.

Die Gegenüberstellung im Prozess der Securisation ²⁴³ will darum diffe-

238 Vgl. dazu HANDBUCH GBB S.580 f; PREISIG S.26 ff.

239 So PREISIG S.50.

240 PREISIG S.26 f.

241 Vgl. hinten S.55 f.

242 I.ä.S. zu verstehen scheint mir HANDBUCH GBB S.105 f.

Die weitere Literatur hingegen spannt den Begriff und das Wesen des Bankkredites einmal weit, einmal weniger weit, vgl. dazu GUGGENHEIM S.95 f; CANARIS Rdn.1200 f; GUHL/MERZ/KUMMER S.396; sodann STAUDER S.56; KADERLI S.5; AESCHLIMANN S.22.

243 Vgl. vorne S.26 f.

renziert verstanden werden. Einerseits wird die Tendenz aufgezeigt, dass die Verschuldung nicht mehr direkt bei der Bank als Gläubigerin, sondern beim Publikum geschieht -d.h. weg vom Bankkredit im weiteren Sinne-, andererseits, dass sich die daraus entstandene Forderung als Wertpapier verbrieft -d.h. weg vom Bankkredit im nur klassischen Sinne-.

Sobald die Bank nicht mehr direkt als Gläubigerin auftritt, ist die Transaktion auch nicht mehr bilanzwirksam. Durch die Gewichtsverlagerung von bilanzwirksamen zu bilanzneutralen Geschäften, die sich im Zuge der Securisation abspielt, hat sich auch der Risikofaktor verlagert. Man muss sich fragen, ob das Emissionsgeschäft ²⁴⁴ nicht vom wirtschaftlichen Charakter her heute teilweise einem Bankkredit gleichkommt, ohne dass aber eine entsprechende Eigenkapitalunterlegung gefordert ist ²⁴⁵, ob man also nicht von einem Bankkredit im weitesten Sinne auszugehen hat, bei dem eine faktische Gläubigerstellung massgebend ist.

2. EFFEKTENCHARAKTER

Bei Notes handelt es sich eindeutig um Wertpapiere öffentlichen Glaubens -in der Regel Inhaberpapiere-, die als Massenzpapiere ausgestaltet sind. Das ihnen eigene aleatorische Moment hinsichtlich Kapitalgewinn/-verlust zeichnet sie als Kapitalanlage aus.

Damit sind Notes fungible Wertpapiere, weisen also Effektencharakter auf ²⁴⁶ und können demnach Gegenstand einer Privatplacierung sein ²⁴⁷.

3. ANLEIHENS OblIGATIONSCHARAKTER

a) CHARAKTERISIERUNG

Der Kapitalnehmer verspricht im vorliegenden Wertpapier dem Berechtigten, eine bestimmte Geldsumme zu den im voraus festgelegten Bedingungen zu verzinsen und zurückzuzahlen. In der Folge wird es in Serie zu nämlichen Bedingungen ausgegeben ²⁴⁸.

²⁴⁴ Vgl. vorne S. 9.

²⁴⁵ Vgl. hinten S. 120 ff.

²⁴⁶ Ebenso HAEMMERLI S. 14; sodann Anhang A.

²⁴⁷ Vgl. vorne S. 42 u. 5 f; sodann Anhang Annex C(1).

b) ABGRENZUNG ZUM STRAIGHT BOND (GEWOEHNLICHE ANLEIHENS OblIGATION)

Bis vor kurzem unterschieden sich Notes und Straight Bonds dahingehend, dass erstere durch die Kapitalexportbestimmungen ²⁴⁹ -was also ausländische Schuldner betrifft- einer weiteren Reglementierung unterstanden.

So war für Notes im Gegensatz zu Straight Bonds noch typisch, dass ihre Endlaufzeit auf maximal 8 Jahre begrenzt war, während der ganzen Laufzeit eine Mindeststückelung von SFr. 50 000.- vorliegen musste, eine vorzeitige Rückzahlung frühestens nach 18 Monaten (jedoch nicht vor Ablauf der halben Endlaufzeit) erfolgen durfte und eine Depotpflicht bei der emittierenden Bank, bei einer am Emissionssyndikat beteiligten Bank oder bei der SEGA bestand. Mit der neusten Aenderung der Kapitalexportbestimmungen ²⁵⁰ fielen nun gerade diese unterscheidenden Merkmale weg.

Im Hinblick auf Notes inländischer Schuldner bestanden und bestehen keine rechtlichen Abgrenzungen zur Straight Bond.

Eine Unterscheidung ergäbe sich m.E. nur noch durch die Emissionspraxis. Doch hier beginnt man ebenso den neuen Spielraum der Kapitalexportbestimmungen auszunutzen ²⁵¹ . Da sich Notes inländischer Schuldner bis anhin an die Merkmale solcher ausländischer

248 P. KLAUSER, Notenbankbefugnisse im Kapitalmarkt, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 156; BOLLMANN S.138; vgl. auch -auf "sogenannte Privatplazierungen" bezogen- Antwort des BUNDESRATES vom 16.10.1985 auf die einfache Anfrage von Nationalrat SCHUELE: "unabhängig von ihrer Bezeichnung ... erfüllen sie damit die gesetzlichen Merkmale von Anleihensobligationen"; ebenfalls dem Charakter von Obligationen zuweisend, behördliche "Notes"-Arbeitsgruppe (seit Herbst 1986 aufgelöst), vgl. SHZ 08.01.1987; MERZ, Notes, S.5 f; WEBER I.2.1.2.; sodann weiter zum Anleihenscharakter HANDBUCH GBB S.514, 48; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.95; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.28; A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987; Anhang A.

249 Kapitalexportbestimmungen vom 15.05.1985.

250 Kapitalexportbestimmungen vom 29.05.1986.

251 Vgl. NZZ 24.07.1986 bezüglich der ersten Privatplacierung von Notes, bei der von der Aufhebung der Vorschriften über Mindest- und Höchstlaufzeiten Gebrauch gemacht wurde; zum Stückelungskriterium nun auch Anhang B.

Schuldner -insbesondere was die Laufzeit betrifft- angelehnt haben ²⁵², dürfte sich die neue Entwicklung auch in beiden Bereichen auswirken. Weiteres muss sich weisen.

Eine Abgrenzung ist also nicht mehr zwingend. Unterschiede ergeben sich allenfalls noch "in der Regel".

Gleiches hat auch für die jeweils typische Placierungsart Geltung. Notes werden eben nur in der Regel privatplaciert, Straight Bonds hingegen öffentlich emittiert ²⁵³.

c) ABGRENZUNG ZUR KASSEN OblIGATION

Kassenobligationen und privatplacierte Notes weisen hauptsächlich fünf Berührungspunkte auf.

Da wäre einmal der für beide Papiere verwendete Ausdruck "Kassaschein" anzuführen ²⁵⁴. Dann denke man aber besonders an die -mindestens bis anhin- gleiche Fristigkeit, die ja auch zu den dargelegten Konkurrenzbefürchtungen führten ²⁵⁵. Im weiteren sind sie beide regelmässig als Inhaberpapiere ausgestaltet ²⁵⁶.

Schliesslich werden sie ohne Prospekt ausgegeben und sind keine Börsenpapiere ²⁵⁷.

Im Gegensatz zu den Notes handelt es sich bei Kassenobligationen aber nicht um Massen-, sondern um Einzelpapiere. Sie werden "einzeln, je nach Bedarf des Ausstellers und in dem vom Kunden gewünschten Umfange, zu immer wieder neu festgesetzten Bedingungen (Zinsfuss, Laufzeit), laufend ausgegeben" ²⁵⁸. Auf Wunsch gestaltet

252 Gemäss übereinstimmender Darstellung aus Bankkreisen; vgl. sodann u.a. NZZ 10.12.1985.

253 Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.69.

254 Vgl. dazu vorne S.45 ff.

255 Vgl. vorne S.33 f.

256 Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §23 Rdn.1; sodann vorne S.59.

257 Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §23 Rdn.21 f; HANDBUCH GBB S.513, 516.

258 JAEGGI, Kommentar zu Art.965 N289; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §23 Rdn.1; EMCH/RENZ S.178; HANDBUCH GBB S.516 f;

man sie auch als Namenpapiere ²⁵⁹.

Kassenobligationen sind keine Effekten und können darum auch nicht Gegenstand einer Privatplacierung, einer Emission überhaupt sein ²⁶⁰.

d) ABGRENZUNG ZUR EURONOTE-FACILITY

Im Zuge der Securisation ging man 1980/81 am Euromarkt dazu über, eine Aufblähung der Bankbilanzen mit Roll-over-Krediten ²⁶¹ zu minimalen Margen dadurch zu vermeiden, dass -insbesondere auch neben Floating Rate Notes ²⁶² - sogenannte "euro notes" ausgegeben werden.

Hierbei handelt es sich um "nicht-börsennotierte kurzfristige 'Papiere' emissionsfähiger Kreditnehmer, die revolving am Euromarkt plaziert werden" ²⁶³. Sie sind in rechtlicher Hinsicht als umlauffähige Eigenwechsel (fully negotiable promissory notes) des Kapitalnehmers zu qualifizieren ²⁶⁴.

Euronote-Facility versteht sich als Oberbegriff für die verschiedenen Euronotes-Varianten.

Darunter zu subsumieren wären etwa Revolving Underwriting Facility (RUF), Short Term Note Issuance Facility (SNIF), Euro Note Standby Facility und andere. Sie unterscheiden sich nur geringfügig ²⁶⁵, weshalb auf eine weitere Differenzierung nicht einzugehen ist. Wichtig ist, dass sie alle gemeinsam die Form des umlauffähigen Eigenwechsels aufweisen. Im Gegensatz zu den in dieser Arbeit referierten privatplacierten Notes haben wir es bei den Euronotes-Facilities wieder mit Einzelpapieren, die sich sodann zusätzlich durch Kurzfristigkeit auszeichnen, zu tun. Ihnen ist demnach der Weg zum Kapitalmarkt über eine Privatplacierung

BOEMLE, Wertpapiere, S.68; MOHR S.16.

²⁵⁹ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §23 Rdn.1.

²⁶⁰ Vgl. vorne S.5 f u. 42.

²⁶¹ Vgl. vorne S.49.

²⁶² Vgl. hinten S.55 f.

²⁶³ P. REINHARDT, Der Euronotemarkt als internationale Finanzierungsquelle, in: Kreditwesen 38(1985) 380.

²⁶⁴ P. REINHARDT (zit. Anm.263) 380.

²⁶⁵ P. REINHARDT (zit. Anm.263) 380.

auch verwehrt ²⁶⁶. Sie weisen keinen Anleiheobligations- und keinen Effektencharakter auf.

4. DEFINITION

Aus dem Dargelegten kann folgende Definition abgeleitet werden:

Notes sind Anleiheobligationen, die sich einzig dadurch weiter auszeichnen, dass sie in der Regel mittelfristig sind und privatplaciert werden.

III. ERSCHEINUNGSFORMEN

1. GRUNDSÄTZLICHE BEMERKUNG

Die Erscheinungsformen sind so mannigfaltig und wechselnd, wie die Innovationskraft am Kapitalmarkt stark ist ²⁶⁷. Eine umfassende und abschliessende Darstellung der Möglichkeiten ist darum weder durchführbar noch sinnvoll.

Im folgenden sollen nun die Eigenheiten verschiedener Exponenten aufgezeigt werden, um einige Orientierungspunkte im Feld der Variationen ²⁶⁸ zu setzen.

2. STRAIGHT NOTES

Hier handelt es sich um Notes, die eine feste Verzinsung sowie Laufzeit unabhängig vom Geschäftsergebnis aufweisen, auf eine Währung lauten und weder Wandel- noch Optionsrechte enthalten ²⁶⁹. Diese Erscheinungsform stellt das Grundmuster aller weiteren Spezialitäten dar.

²⁶⁶ Vgl. vorne S.5 f u. 42.

²⁶⁷ Vgl. vorne S.28; ferner NZZ 18./19.01.1986; NZZ 30.01.1987.

²⁶⁸ Vgl. dazu etwa E.F. SCHAAD, Besuch im Zoo, in: SHZ 03.10.1986.

²⁶⁹ Vgl. die Ausführungen in HANDBUCH GBB S.622 und SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.89 f, welche sich aber primär auf Bonds beziehen.

3. FLOATING RATE NOTES

Floating Rate Notes zeichnen sich dadurch aus, dass deren Zinssatz nicht im vornherein für die ganze Laufzeit festgelegt wird. Vorgängig festgesetzt werden aber die Kriterien, aufgrund derer vor Beginn einer Zinsperiode die Zinssätze zu bestimmen sind ²⁷⁰. Das Zinsrisiko soll so nach unten und nach oben beschränkt werden ²⁷¹.

Es bestehen verschiedenste Schattierungen. Zu denken wäre an Floaters mit einem Mindestzinssatz, an solche mit einem Höchstzinssatz -Capped Floaters genannt- und an deren Mischform -Mini-Max Floaters-, welche mit Bezug auf den Satz der festverzinslichen Notes einen Höchst- und einen Mindestsatz festlegen ²⁷². Mini-Max Floaters können sich wiederum weitgehend den Straight Notes nähern, indem ihre Bandbreite äusserst klein gehalten wird ²⁷³. Im weiteren existieren sogenannte Mismatch Floaters, bei denen die Zinsanpassung jeden Monat -i.d.R. aufgrund des Geldsatzes für sechsmonatige Anlagen erfolgt ²⁷⁴, oder auch Drop Lock Notes, deren variabler Zinssatz automatisch in einen festen Zinssatz umgewandelt wird, "sobald der Basisatz einschliesslich Aufschlag auf einen Mindestsatz absinkt" ²⁷⁵. Möglich ist auch, dass grundsätzlich ein fester Zinssatz vereinbart ist, während einer gewissen Zeitspanne aber auf eine variable Verzinsung übergegangen werden soll ²⁷⁶. Zu denken ist ebenso an eine Indexierung des Zinses und/oder des Kapitals. Die Zulässigkeit einer solchen ist in der Schweiz aber nicht unumstritten ²⁷⁷. Schliesslich wäre die Stafelanleihe anzuführen. Hier wird zwar ein fester Zinssatz vorgängig

²⁷⁰ Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.18 f; HANDBUCH GBB S.300; BOEMLE, Wertpapiere, S.73 u. 112 f; HORN S.256 f; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.124.

²⁷¹ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.22.

²⁷² SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.125; vgl. auch FuW 20.02.1985.

²⁷³ SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.125; vgl. sodann MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.20 f.

²⁷⁴ SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.125.

²⁷⁵ SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.126; BOEMLE, Wertpapiere, S.114.

²⁷⁶ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.21.

²⁷⁷ Vgl. dazu HERZFELD S.91 ff; HANDBUCH GBB S.365; BOEMLE, Wertpapiere, S.108 ff.

bestimmt, doch gleichzeitig auch die Möglichkeit und das Ausmass einer Aenderung in den Anleihensbedingungen festgelegt ²⁷⁸.

4. ZERO NOTES

Null-Prozent-Papiere sind ohne laufende Verzinsung. Sie werden dafür zu einem Preis ausgegeben, der unter dem Nennwert liegt, und zwar so, dass sich die Differenz aus den für die entsprechende Laufzeit ergebenden Zinsen zusammensetzt. Während der Laufzeit werden die Zinsen jeweils zum Kapital geschlagen, bis am Ende der Laufzeit die Rückzahlung zum Nennwert erfolgt ²⁷⁹. Zwischen der Straight und der Zero Note liegt in dieser Hinsicht die Discount Note. Der relativ niedrige Zinssatz wird mit einem entsprechend tieferen Ausgabepreis ausgeglichen ²⁸⁰. Sodann können Notes auch als Prämienobligationen, d.h. im Hinblick auf die Verzinsung mit einer Lotterie verknüpft, ausgegeben werden ²⁸¹.

5. PERPETUAL NOTES

Perpetual Notes charakterisieren sich durch ihre "ewige" Laufzeit. Die Rückzahlung erfolgt erst -vereinbarte vorzeitige Rückzahlungsmöglichkeiten vorbehalten- bei der Liquidation der Gesellschaft ²⁸². Die Grenze zwischen Fremd- und Eigenkapital dürfte hier verwischt werden ²⁸³. In der Schweiz wurde m.W. bis vor kurzem ein einziges Mal eine Anleihe dieser Art als öffentlich placierte ewige Rente des Staates -3% SBB-Rente 1890- ausgegeben ²⁸⁴. In jüngster Zeit sind nun

²⁷⁸ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.13 ff; BOEMLE, Wertpapiere, S.105.

²⁷⁹ Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.31; BOEMLE, Wertpapiere, S.107 f; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.127 f; sodann u.a. auch FuW 18.09.1985.

²⁸⁰ SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.128.

²⁸¹ Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.32 ff.

²⁸² SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.129; vgl. auch MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.39; HANDBUCH GBB S.569; BOEMLE, Wertpapiere, S.106 f; sodann u.a. NZZ 16.04.1984; NZZ 23.09.1985; NZZ 23.12.1985; NZZ 13.08.1986.

²⁸³ Vgl. BOEMLE, Wertpapiere, S.106.

²⁸⁴ Ebenso MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.40; BOEMLE, Wertpapiere, S.106.

doch auch am schweizerischen Kapitalmarkt Anleihen aufgetreten, welche in diese Richtung tendieren ²⁸⁵. Es fragt sich, ob man in bestimmten Fällen nicht schlichtweg von stimmrechtslosen Aktien ²⁸⁶ sprechen muss. Unzulässigkeit wäre wohl dann anzunehmen, wenn sich der Rückzahlungsbetrag nach dem Liquidationsergebnis richten würde.

Daneben besteht auch die Möglichkeit, dem Investor das Recht einzuräumen, die Rückzahlung entweder zu einem oder mehreren im voraus bestimmten Zeitpunkten erfolgen zu lassen oder um eine bestimmte Dauer hinauszuschieben ²⁸⁷.

6. INCOME NOTES

Der Anleger hat keinen Zins zugute, dafür gewährt ihm die Gesellschaft einen Anspruch am Reinertrag. Auch hier vermischt sich Forderungs- mit Beteiligungspapier ²⁸⁸. Gemäss OR 1170 I Ziff.3 ist die Umwandlung eines festen Zinsfusses in einen vom Geschäftsergebnis abhängigen Zinssatz für eine befristete Zeitdauer zulässig ²⁸⁹.

Nicht völlig gewinnabhängig, sondern gewinnberechtigt sind die sogenannten Participating Notes. Diese enthalten neben einer festen Verzinsung einen zusätzlichen Anspruch am Gewinnanteil ²⁹⁰.

7. DOUBLE CURRENCY NOTES

Double Currency Notes charakterisieren sich dadurch, dass Librierung, Zinszahlung und Rückzahlung nicht in der selben Währung erfolgen ²⁹¹. Der Investor soll sich so vor Währungsverlusten schützen können ²⁹².

285 Dazu BOEMLE, Wertpapiere, S.106 f.

Vgl. sodann die Schwierigkeiten am Euromarkt, NZZ 08.12.1986.

286 Vgl. dazu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ §33 Rdn.24.

287 Man spricht von Retractable bzw. Extendible Notes.

288 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.23 f; BOEMLE, Wertpapiere, S.111.

289 Vgl. ZIEGLER, Kommentar zu Art.1170 N23 ff; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.24.

290 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.23 u. 25; HANDBUCH GBB S.151; BOEMLE, Wertpapiere, S.111 f; DUBACH S.14 ff.

291 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.35 ff; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.117 ff.

292 Vgl. BOEMLE, Wertpapiere, S.134.

Daneben sind noch andere Formen auf die Währung ausgerichtet. Zu erwähnen sind Multiple Currency Clause Notes, bei denen dem Anleger eine Wahlmöglichkeit hinsichtlich der Einlösung der fälligen Coupons und/oder der Rückzahlung eingeräumt wird ²⁹³, und Notes, die auf bestimmte Währungseinheiten, ECU(European Currency Unit) oder SDR(Special Drawing Right, Rechnungseinheit des IWF), lauten ²⁹⁴.

8. CONVERTIBLE NOTES / WARRANT NOTES

Convertible Notes weisen neben den normalen Gläubigerrechten -Verzinsung und Rückzahlung des Kapitals- ein Wandelrecht auf, und zwar derart, dass der Obligationär seine Notes "während einer bestimmten Zeit (Wandelperiode) und zu den im voraus festgelegten Bedingungen in ein Beteiligungspapier (Akte, Partizipationsschein, Genossenschaftsanteil) des Schuldners oder einer ihm nahestehenden Gesellschaft" eintauschen kann ²⁹⁵.

Mit der Wandelung fallen die Gläubigerrechte dahin, sie werden durch Beteiligungsrechte ersetzt.

Warrant Notes streben keine Wandelung an, sondern verleihen dem Gläubiger zusätzlich die Befugnis, "mittels Optionsschein (Warrant) innert einer bestimmten Frist oder zu einem bestimmten Zeitpunkt und zu einem im voraus festgelegten Kurs Beteiligungspapiere zu erwerben" ²⁹⁶.

293 SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.119; vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §22 Rdn.37; BOEMLE, Wertpapiere, S.133.

294 SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.120 ff; BOEMLE, Wertpapiere, S.135 f.

295 Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §24 Rdn.1 ff; DEXHEIMER/LANG/UNGNADE S.43; HANDBUCH GBB S.152, 679; NUESCHELER S.12; KORMANN S.23; BOEMLE, Wertpapiere, S.115 ff; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.100 ff; sodann Anhang A Apendix A; zur wirtschaftlichen Funktion vgl. REDICKER S.5 ff.

296 Vgl. MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §25 Rdn.1 ff; DEXHEIMER/LANG/UNGNADE S.44; HANDBUCH GBB S.523 f; BOEMLE, Wertpapiere, S.123 ff; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.107 ff; zur wirtschaftlichen Funktion vgl. KJER S.1 ff.

Mit der Ausübung des Bezugsrechtes fallen die Gläubigerrechte nicht dahin, zu ihnen hinzu treten die im Beteiligungspapier verkörpertten Rechte.

3. KAPITEL WIRTSCHAFTLICHE FUNKTION

§ 6 KAPITALBESCHAFFUNG

Kapital beschaffen heisst finanzieren ²⁹⁷.

Der Finanzierungsbegriff wird in Literatur und Praxis sehr unterschiedlich definiert, einmal weit und einmal eng gefasst ²⁹⁸. Wir wollen mit KORNDORFER ²⁹⁹ darunter die Versorgung der Unternehmung mit disponiblen Geldkapital verstehen.

Durch die private Emission von Wertpapieren erhöht sich die Passivseite des Kapitalnehmers und er erhält dafür Vermögen in Form von Zahlungsmitteln, womit die Aktivseite entsprechend zunimmt. Der Zweck liegt also darin, solches disponibles Geldkapital zu erlangen.

Es ist nun in der Hinsicht zu differenzieren, ob dem Unternehmen für dieses Kapital eine Werterhaltungspflicht auferlegt ist oder nicht ³⁰⁰. Je nachdem handelt es sich um die Beschaffung von Eigen- bzw. Fremdkapital.

Durch die Privatplacierung von Notes erhält der Kapitalnehmer Mittel, für die eine Rückzahlungspflicht besteht, d.h. welche dem Unternehmen nicht dauernd zur Verfügung stehen ³⁰¹.

Die Privatplacierung von Notes dient grundsätzlich der Fremdkapitalbeschaffung ³⁰². Bis anhin bediente man sich ihrer in erster Linie als mittelfristiges Finanzierungsinstrument ³⁰³.

²⁹⁷ Aus dem Französischen "financier".

²⁹⁸ Vgl. dazu REDICKER S.5 ff; KORNDORFER S.272 f; BOEMLE, Unternehmensfinanzierung, S.1 ff.

²⁹⁹ KORNDORFER S.273; vgl. auch HANDBUCH GBB S.293.

³⁰⁰ KORMANN S.2; TOENDURY/GSELL S.7 ff.

³⁰¹ Vgl. TOENDURY/GSELL S.20 f; KORMANN S.2, 6 f.

Vgl. auch die Bedenken bezüglich Perpetual Notes, vorne S.57.

Vgl. sodann die spezielle Stellung der Wandelnotes, dazu REDICKER S.5 ff u. KORMANN S.23 ff.

³⁰² Zur grossen Bedeutung als Finanzierungsmittel vgl. u.a. BORKOWSKY/MOOSMANN S.260; sodann vorne Anm.145.

³⁰³ Vgl. u.a. BOEMLE, Unternehmensfinanzierung, S.295.

§ 7 NEGOTIABILITAET

Die Verbriefung der entsprechenden Forderung in einem Wertpapier -insbesondere mit Effektencharakter ³⁰⁴ - bewirkt, dass dieses Kreditverhältnis weitgehend entpersönlicht und mit dem wertpapierrechtlichen Verkehrsschutz ausgestattet wird ³⁰⁵.

Wirtschaftliche Vorteile stellen sich sowohl auf der Seite des Kapitalnehmers als auch seitens des Investors ein. Das Unternehmen kann das Kapital längerfristig investieren, ohne dass der Kapitalgeber während der ganzen Laufzeit mit der betreffenden Gesellschaft verbunden bleiben muss. Das Kreditverhältnis wird mobilisiert ³⁰⁶. Der ursprüngliche Investor kann -aufgrund der leichten Uebertragbarkeit von Wertpapieren- ausscheiden, während der Käufer des Titels an seine Stelle tritt. Es steht ihm jederzeit frei, von einer Kapitalanlage in eine andere überzugehen. Die Ausgestaltung als Masspapier ermöglicht es der Unternehmung, das benötigte Kapital leichter zu beschaffen, da damit auch das Risiko verteilt wird ³⁰⁷.

304 Vgl. vorne S.5 f u. 42.

305 Vgl. zur Negotiabilität SMITH/ROBERSON p.565 ff.

306 Dazu THEISINGER S.17 ff; GUBLER S.2; vgl. M. WALLISER, Emissionsmärkte: Eine Herausforderung, in: SHZ 04.10.1985; sodann Prozess der Securisation vorne S.26 f.

307 Vgl. BOEMLE, Unternehmensfinanzierung, S.120 f.
Zur Rationalisierung i.S. elektronischer Verbriefung vgl. PETERS, S.7 f; LUETTICKE S.1 ff.

§ 8 VORTEILE DER PRIVATEN PLACIERUNG

Die Vorteile der privaten Placierung liegen in den Bereichen Aufwandverringerung, Flexibilität und Vertraulichkeit.

So erfordert eine private Emission keine umfangreichen Vorbereitungsarbeiten. Es fallen insbesondere eine aufwendige Breitenwerbung und die Erstellung eines Prospektes inklusive dessen Drucklegung weg³⁰⁸.

Damit lässt sich eine solche Emission auch wesentlich schneller realisieren als eine öffentliche Ausgabe. Die Privatplacierung kann auf eine kurzfristige Anzeige hin arrangiert und die Titel können in wenigen Tagen gezeichnet werden³⁰⁹.

Im weiteren ist es dadurch möglich, die Emissionskosten auf ein Minimum zu drücken³¹⁰. Die sachlichen Kosten sind gering, die Kapitalnehmer vermögen den Gläubigern meist bessere Renditen anzubieten³¹¹.

Die private Emission zeichnet sich durch grosse Flexibilität aus³¹². Da sie einen bestimmten Personenkreis anspricht, ist sie ebenfalls zugänglicher für nach Mass gemachte Vereinbarungen, welche dem Bedürfnis zur Diversifikation der unternehmerischen oder öffentlichen Finanzierungsstruktur entgegenkommt³¹³. Die Privatplacierung eignet sich darum auch gut für komplexe Finanzierungen -sei es hinsichtlich der Finanzstruktur oder der vorgeschlagenen Transaktion-, die ausser-

308 HORN S.96; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.32; SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.28; BANK-BETRIEB 16(1976) 451.

309 Vgl. DELORME/HOESSRICH S.58; HAEMMERLI S.349; DAVEY p.6; ALTMANN p.4/23; FED Staff-Study p.15 ff; sodann SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.32; BANK-BETRIEB 16(1976) 451.

Zum praktischen Ablauf einer Privatplacierung vgl. übersichtsmässig MEIER p.51.

310 DELORME/HOESSRICH S.58; BOLLMANN S.138; HORN S.96; DAVEY p.7; ALTMANN p.4/23; FED Staff-Study p.17; sodann SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.32; BANK-BETRIEB 16(1976) 451; gemäss HAEMMERLI S.350 f steht das Kriterium der niedrigeren All-in-costs (Kapital- und Emissionskosten) aber nicht primär im Vordergrund; vgl. sodann hinten S.107.

311 Vgl. BOLLMANN S.138 f; sodann Aufstellung bei HAEMMERLI S.351.

312 Vgl. u.a. FED Staff-Study p.15 ff; ferner HAEMMERLI S.352, 349.

313 HAEMMERLI S.349.

halb der Norm liegen ³¹⁴.

Handelt es sich beim Kapitalsuchenden um ein kleineres Unternehmen, welches noch keinen Zugang zum öffentlichen Markt hat, so kann eine private Emission -als Vorstufe- auch den Weg zu einer späteren öffentlichen Placierung ebnen ³¹⁵. Ebenso finden risikoreichere Emittenten bessere Aufnahme, wenn die Ausgabe der Papiere mittels Privatplacierung erfolgt ³¹⁶. Die Nichtöffentlichkeit der privaten Emission ist auch im Falle eines Misslingens der Operation vorteilhaft, denn das Risiko einer Schädigung des wirtschaftlichen Ansehens ist erheblich geringer ³¹⁷. Die Vertraulichkeit dieser Emissionsart schätzen schliesslich Gesellschaften, welche Informationen über gewisse Entwicklungen -wie z.B. diejenige eines neuen Produktes- nicht der Öffentlichkeit zugänglich machen wollen ³¹⁸.

Endlich ist zu bemerken, dass sich weitere Vorteile -oder eben auch Nachteile- je nach den jeweiligen Marktbedingungen ergeben können ³¹⁹. Die oft angeführte erschwerte Handelbarkeit ³²⁰ dürfte sich heute -angesichts eines recht bedeutenden Telefonhandels von Notes ausländischer Schuldner- tendenziell verflüchtigen ³²¹. Ebenso hat der damit verbundene etwas höhere Zinssatz im Vergleich zu öffentlichen Emissionen ³²² eine seiner Ursachen verloren, das Zinsniveau der beiden Emissionsarten dürfte sich wieder angleichen ³²³.

³¹⁴ DAVEY p.6; ALTMANN p.4/23; FED Staff-Study p.21.

³¹⁵ Vgl. SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.29; HAEMMERLI S.352.

³¹⁶ Vgl. u.a. FED Staff-Study p.15 ff, 22.

³¹⁷ HORN S.96.

³¹⁸ DAVEY p.6.

³¹⁹ Vgl. DAVEY p.5 f.

³²⁰ Vgl. u.a. BOEMLE, Wertpapiere, S.72; OBST/HINTNER S.865.

³²¹ Vgl. u.a. SBG, Das Effekten-Emissionsgeschäft in der Schweiz, S.28; sodann SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.31 f; BILANZ 2/83 S.103; ein effektiver Sekundärmarkt ist aber doch noch relativ wenig entwickelt, vgl. K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 117 Anm.81.

³²² Vgl. u.a. BOEMLE, Wertpapiere, S.72; BLICK DURCH DIE WIRTSCHAFT 16.08.1973.

³²³ Gemäss übereinstimmender Darstellung aus Bankkreisen.

4. KAPITEL BEHANDLUNG DE LEGE LATA

§ 9 RECHTLICHE GRUNDLAGEN

A BESTEHENDE GESETZLICHE REGELUNGEN

Eine gesetzliche Regelung der Privatplacierung ist in der Schweiz weitgehend inexistent ³²⁴. So fehlen insbesondere Vorschriften hinsichtlich rechtlicher Anforderungen, und die Aufsichtsmöglichkeiten sind gering.

Das Aktienrecht statuiert in OR 631 I, 651 I ³²⁵ eine Prospektpflicht grundsätzlich nur für öffentliche Zeichnungsangebote. Die Prospekthaftung von OR 752 ³²⁶ bezieht sich auf diejenigen Angaben, welche in einem solchen Prospekt -oder anderen dieser Norm entsprechenden Dokumenten- gemacht werden oder gemacht werden sollten.

Das Recht der Anleiheobligationen schreibt in OR 1156 Prospekt und Prospekthaftung ebenfalls nur für die öffentliche Zeichnungsauflegung und die Börseneinführung vor. Die Privatplacierung an sich wird nicht tangiert.

Die Artikel 16g und 16h des Nationalbankgesetzes sehen zur Vermeidung einer übermässigen Beanspruchung des Geld- und Kapitalmarktes eine Emissionskontrolle für inländische Titel vor. Auch sie betrifft nur öffentliche Emissionen, und ihre Funktion liegt in einer eigentlichen Kreditkontrolle bzw. Kreditplafonierung ³²⁷.

Eine Kapitalexportkontrolle besteht hingegen nach Art.8 II lit.a ³²⁸ des Bankengesetzes sowohl für öffentliche als auch für private

³²⁴ Eine international gesehen allgemeine Erscheinung, vgl. K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 116.

³²⁵ Vgl. auch OR 650 III.

³²⁶ In gleicher Weise speziell bezüglich Banken BaG 39, vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.39 N1 ff.

³²⁷ Vgl. SCHUERMANN, Kommentar zu Art.16g N4a; eine darauf gestützte staatliche Plafonierung ist auf den 01.01.1983 aufgehoben worden.

Emissionen. Die SNB kann im Rahmen der Bewilligungspflicht -Art.8 V lit.a- Auflagen erstellen ³²⁹. Der Umfang dieser Auflagen ist aber durch die währungs-, geld- und kapitalmarkt- und wirtschaftspolitische Funktion der Kontrolle begrenzt ³³⁰. Eine materielle Prüfung insbesondere im Hinblick auf den Anlegerschutz ist ihr gemäss BaG 8 III verwehrt.

Schliesslich wäre sodann noch auf die steuerrechtlichen Regelungen im Emissionsbereich hinzuweisen ³³¹.

B KONVENTIONEN

Oeffentliche Anleihen inländischer Schuldner unterliegen der Konvention VII der Schweizerischen Bankiervereinigung betreffend das inländische Emissionsgeschäft.

Sinn und Zweck dieser Vereinbarung ist es, durch die Einführung einer Meldepflicht einen funktionsfähigen inländischen Kapitalmarkt zu sichern.

Als öffentlich bezeichnet die Konvention eine Anleihe dann, wenn sie alternativ eine Stückelung unter SFr. 50 000.- aufweist, an der Börse kotiert ist oder durch öffentliches Angebot mittels Zeitungsinserat emittiert wird ³³². Demnach unterliegen auch Privatplacierungen von Notes inländischer Schuldner mit einer Stückelung unter SFr. 50 000.- einer entsprechenden Meldepflicht.

Ebenfalls grundsätzlich nur auf öffentliche Emissionen bezieht sich die Konvention VIII betreffend Weitergabe von Kommissionen bei öffentlichen Emissionen.

Der Begriff der Oeffentlichkeit wird aber nicht näher umschrieben, und es weisen keine Angaben darauf hin, dass auch Privatplacierungen im Sinne der vorliegenden Arbeit miteinbezogen sind ³³³.

328 Da es sich, wie vorne S.50 dargelegt, bei Notes um Anleihensobligationen handelt, kommt wohl lit.d nicht in Betracht, vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.8 N17, 10 ff.

329 Merkblatt der SNB über die geltenden Kapitalexportbestimmungen vom 01.07.1982, 11.11.1982, 20.01.1984, 15.05.1985, 29.05.1986.

330 Vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.8 N17, 21 ff.

331 Dazu hinten S.106 ff.

332 Konvention VII Art.1.

333 Vgl. die ab 01.01.1987 geltende revidierte Fassung.

Für Privatplacierungen von Notes ausländischer Schuldner besteht die Vereinbarung betreffend das Informationswesen bei Privatplacierungen in SFr. für ausländische Schuldner (Notes).

Ihr Zweck liegt darin, das Informationswesen zuhanden der Zeichner von Notes zu vereinheitlichen. "Es soll sichergestellt werden, dass Käufer von Notes die Möglichkeit haben, sich bei den federführenden Banken und den Konsorten gewisse Informationen über den Schuldner zu beschaffen" ³³⁴.

Der Inhalt der Informationen soll in erster Linie auf allgemein zugänglichen Quellen basieren.

Die Angaben beziehen sich auf den Schuldner sowie den Bürgen und umfassen Informationen über ³³⁵

- Gründung, Sitz
- Zweck, Tätigkeit
- Geschäftsjahr, Aktienkapital, Dividenden
- Kurzfassung der (konsolidierten) Bilanzen und Erfolgsrechnungen mindestens der letzten zwei Jahre
- wesentliche Elemente des Kontrollstellenberichtes (Name der Kontrollstelle, Hinweis auf erfolgte Prüfung, allfällige Vorbehalte)
- indikative und endgültige Bedingungen der Emission zusammen mit Hinweisen auf Vorschriften der SNB.

Um die Aktualität dieser Informationen zu gewährleisten, verpflichten sich die unterzeichneten Banken, die Zustellung von Geschäftsberichten und Kontrollstellenberichten sowie -sofern publiziert- Zwischenberichten des Emittenten und -sofern vorhanden- des Bürgen auch während der Laufzeit der Papiere sicherzustellen ³³⁶.

334 Vereinbarung betreffend das Informationswesen bei Privatplacierungen ... S.1.

335 Vereinbarung betreffend das Informationswesen bei Privatplacierungen ... S.2; vgl. nun Anhang B.

336 Vereinbarung betreffend das Informationswesen bei Privatplacierungen ... S.3.

Die erstellten Informationsmemoranden enthalten jeweils die Vermerke ³³⁷

- nur für internen Gebrauch
- Keine Einladung zur Einreichung von Zeichnungen
- kein Prospekt im Sinne von OR 1156
- keine Kotierung der Notes
- ohne Verbindlichkeit für die Bank, den Schuldner und (sofern vorhanden) den Bürgen.

³³⁷ Vereinbarung betreffend das Informationswesen bei Privatplacierungen ... S.2; vgl. nun Anhang B.

§ 10 RECHTSNATUR DER RECHTSVERHAELTNISSE BEI DEN VERSCHIEDENEN EMISSIONSFORMEN

A IM RAHMEN DER SELBSTEMISSION

Bei der direkten Placierung führt der Weg unmittelbar vom Kapitalnehmer zum Investor. Die Untersuchung konzentriert sich damit auf ein Rechtsverhältnis.

Die Rechtsnatur des Vertrages, welcher bei einer solchen Placierung von Notes zwischen dem Emittenten und dem Zeichner entsteht, ist in der Lehre kontrovers. Man findet sich grundsätzlich zwischen zwei Polen. Die einen -insbesondere die Vertreter der wertpapierrechtlichen Vertragstheorie- sehen darin eine Art Darlehen, die anderen -insbesondere die Vertreter der Kreationstheorie- betrachten es als Verkauf von Inhaberpapieren ³³⁸.

Die Kaufvertragskonstruktion ³³⁹ ist in verschiedener Hinsicht nicht überzeugend. Geht man von der Theorie des Begebungsvertrages aus, was in der vorliegenden Arbeit getan wird, besteht die im Wertpapier verkörperte Forderung im Zeitpunkt des Vertragsschlusses zwischen Kapitalnehmer und Zeichner noch gar nicht. Der Kauf eines Rechts oder einer Sache, in der ein Recht verbrieft ist, bedingt aber notwendigerweise, dass das Recht überhaupt besteht ³⁴⁰. Auch die Annahme einer Entstehung im Moment der Ausfertigung der Urkunde -der Kreationstheorie entsprechend- führt diesbezüglich zu einem unbefriedigenden Ergebnis. Die so entstandene Forderung wäre ja gegen den Emittenten selbst gerichtet. Der Verkauf einer Forderung, deren Schuldner man selbst ist, "muss als einigermaßen lebensfremd, wenn nicht sogar als juristisch unmöglich angesehen werden" ³⁴¹.

Bei der Aufnahme eines Anleihens zielen die wirtschaftlichen Gegebenheiten eindeutig auf eine Kreditgewährung ab ³⁴². Der Kapitalgeber

³³⁸ Vgl. dazu Zusammenstellung bei MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.75.

³³⁹ Im Hinblick auf Privatplacierung insbesondere ZWICKY S.161.

³⁴⁰ KLEINER, Internationales Devisen-Schuldrecht, S.257.

³⁴¹ CANARIS Rdn.2243; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.76.

verpflichtet sich, dem Emittenten einen bestimmten -seinem Zeichnungsrahmen entsprechenden- Geldbetrag zur Verfügung zu stellen. Der Kapitalnehmer verspricht dafür, den Betrag zurückzuzahlen und zu verzinsen. Damit sind auch in rechtlicher Hinsicht die Essentialia des Darlehensvertrages ³⁴³

- Geld oder andere vertretbare Sachen als Gegenstand
- Uebergang der Sache ins Eigentum des Borgers
- Verpflichtung des Borgers zur Rückerstattung

erfüllt. Der an dieser Stelle oft angeführte Einwand, beim Darlehen sei nur die Valuta sowie eventuell ein Zins zurückzuzahlen und aufgrund der Differenz zwischen Begebungskurs und Parirückzahlung handle es sich beim vorliegenden Rechtsverhältnis aber um ein Mehreres, sticht darum nicht, weil diese Marge selbst nichts anderes als Zins darstellt ³⁴⁴. Es entstehen Verpflichtungen, welche denjenigen eines Darlehensnehmers entsprechen. Sein Versprechen wird einzig anstatt in einer einfachen Beweisurkunde in einem Wertpapier verbrieft, was an der Qualifikation des Verpflichtungsgeschäftes nichts ändern kann. Man hat darum grundsätzlich von einem Darlehensvertrag zwischen Kapitalnehmer und Investor auszugehen.

Bei der kommissionsweisen Placierung führt der Weg vom Kapitalnehmer zum Anleger über einen Vermittler. Es sind damit zwei Rechtsverhältnisse zu untersuchen.

Die Rechtsnatur des Verhältnisses zwischen Kapitalnehmer und Vermittler gestaltet sich von seiner grundsätzlichen Konzeption her als Kommission ³⁴⁵.

Hier verpflichtet sich der Kommissionär, in eigenem Namen und auf Rechnung des Kommittenten Wertpapiere an Dritte zu verkaufen. Näher betrachtet steht also eine Verkaufskommission im Mittelpunkt ³⁴⁶.

³⁴² Vgl. dazu vorne S.47 ff u. 60; sodann MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.76; CANARIS Rdn.2243.

³⁴³ Vgl. GUHL/MERZ/KUMMER S.391 ff.

³⁴⁴ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.76.

³⁴⁵ CANARIS Rdn.2243; ZWICKY S.71 ff; SCHUERMANN S.23 f.

³⁴⁶ GUHL/MERZ/KUMMER S.491 u. 493.

Diese stellt den Grund für den Begebungsvertrag dar. Das Kommissionsgut geht ins Eigentum des Kommissionärs über, er wird erster Nehmer³⁴⁷. So besteht die im Wertpapier verbrieftete Forderung also bereits im Zeitpunkt der Erfüllung des Auftrages, nämlich der Veräußerung des Papiers an Dritte. Einem effektiven Verkauf der Titel in Erfüllung der Kommission steht damit nichts im Wege.

Die Rechtsnatur des Verhältnisses zwischen Vermittler und Investor qualifiziert sich dann auch als Verkauf.

Mit dem Wertpapier als Kaufgegenstand, der Vereinbarung über den Kaufpreis und der Vereinbarung über die Austauschpflicht liegen die Essentialia des Kaufvertrages vor³⁴⁸. Die Verpflichtungen sowohl in wirtschaftlicher als auch in juristischer Hinsicht entsprechen denjenigen eines Kaufes. Dass der Vermittler auf Rechnung des Kapitalnehmers handelt, ist eine Frage des Innenverhältnisses und für die Rechtsnatur des Aussenverhältnisses nicht von Bedeutung³⁴⁹.

B IM RAHMEN DER FREMDEMISSION

Hier wird ein ganzes Notesanleihen von einer bzw. mehreren Banken oder ähnlichen Instituten fest übernommen, um es darauf im Publikum unterzubringen. Gegenstand der Untersuchung bilden somit wiederum zwei Rechtsverhältnisse.

Die Rechtsnatur des Verhältnisses zwischen dem Kapitalnehmer und der Bank unterscheidet sich grundsätzlich nicht von derjenigen bei einer direkten Placierung³⁵⁰.

³⁴⁷ Vgl. HOFSTETTER S.30 u. 152, wonach eine Uebertragung des Eigentums zwar grundsätzlich nicht zu vermuten ist. Bei der vorliegenden Verkaufskommission scheint eine solche aber gerade typisch.

Ebenfalls eine Eigentumsübertragung annehmend -aber ohne klare Differenzierung zwischen indirekter Stellvertretung und Fiduzia- GAUTSCHI, Kommentar zu Art.425 N2b.

³⁴⁸ GUHL/MERZ/KUMMER S.299 ff.

³⁴⁹ Vgl. CANARIS Rdn.2245.

Zur ausnahmsweisen direkten Stellvertretung durch den Vermittler -im Gegensatz zur Kommission- sei soviel bemerkt, dass zwischen dem Vermittler und dem Investor überhaupt kein Rechtsverhältnis entsteht, womit sich auch die Untersuchung der Rechtsnatur eines solchen erübrigt. Es ist auf die Ausführungen zur direkten Placierung zu verweisen, vgl. vorne S.68 f.

³⁵⁰ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.83.

Der Einwand, der Wille der Parteien gehe nicht in Richtung Darlehensgewährung, da die Papiere weiter an das Publikum geleitet werden sollen, die Bank also nur "kaufe", um weiterzuverkaufen, und der Zeichner einzig Geld verzinslich anlegen wolle, vermag m.E. nicht ganz zu überzeugen. Einerseits ist nicht einzusehen, weshalb der Wille, Geld verzinslich anzulegen, dem Willen auf Darlehensgewährung -eben einer verzinslichen- widersprechen soll. Ein Darlehen besitzt -so meine ich- doch immer ein Anlagemoment, nur können die Motivation oder das Ziel verschieden sein. Am Darlehenscharakter ändert das nichts. Andererseits gibt die Bank gerade auch bei der Festübernahme zweifelsohne Kredit, kann der Emittent doch ohne Rücksicht auf das Placierungsergebnis über den Emissionsbetrag verfügen ³⁵¹. Die bestehende Emissionsverpflichtung ändert daran nichts. Sie ist höchstens als Beimischung -eines auftragsrechtlichen Elementes- zu qualifizieren, vermag das vorliegende Vertragsverhältnis nicht in typenfremder Weise zu verändern ³⁵². Der grundsätzliche Darlehenscharakter bleibt, der Kredit wird im Zuge der Securisation nur mobilisiert und das Risiko zum grössten Teil dann eben auf das Publikum überwält ³⁵³. Die Bank ist erster Nehmer.

Was das Verhältnis zwischen Bank und Investor betrifft, muss m.E. ebenfalls von einem Verkauf ausgegangen werden. Es handelt sich hier -wie bei der kommissionsweisen Placierung ³⁵⁴ - um den Zweiterwerb eines schon bestehenden Rechtes. Die Weitergabe an die Zeichner im Publikum stellt in Erfüllung der Emissionsverpflichtung die erste rechtsgeschäftliche Uebertragung dar ³⁵⁵.

351 Vgl. CANARIS Rdn.2243; SKA, Das Emissionsgeschäft in Schweizerfranken, S.28.

352 Vgl. zum gemischten Vertrag und Vertrag mit atypischer Beimischung SCHLUEP S.773 f; sodann BECKER, Kommentar zu Art.19 N14; anders GUHL/MERZ/KUMMER S.297 f.

353 Vgl. vorne S.26 f, 50 u. 61.

354 Vgl. vorne S.69 f.

355 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.84 f.

§ 11 INTERESSENLAGEN UND KRAEFTEVERHAELTNISSE

Der Kapitalnehmer will Kapital erlangen, um damit arbeiten zu können. Dieses Geld soll vorab natürlich so günstig wie möglich sein. Daneben liegen die Interessen aber primär in der bestmöglichen Abstimmung auf die jeweiligen finanziellen Bedürfnisse sowie der kurzfristigen und flexiblen Verfügbarkeit der Mittel ³⁵⁶.

Auf der anderen Seite hat er eine zweite, eventuell öffentliche Emission im Auge und will in diesem Zeitpunkt einmal nur -aber immerhin- die Grundlage dafür schaffen.

Die Interessen des Investors sind verschieden und überschneiden sich zum Teil. Es können hauptsächlich vier Gruppen von Interessen angeführt werden ³⁵⁷.

Zuerst ist der Investor an einer sachgerechten Anlageentscheidung interessiert. Er hat darum ein vitales Bedürfnis nach Information und sucht Konditionen, welche nicht einseitig die stärkere Marktgegensseite begünstigen ³⁵⁸.

Dann zielt der Anleger auch auf die Erhaltung der Vermögensanlage, d.h. auf eine gewisse Sicherheit ab. Damit erstreckt sich sein Interesse ebenfalls auf periodische Informationen.

Im weiteren hat der Investor vordergründig eine gute Rendite und in der Regel einen Kapitalgewinn als Zielvorstellung ³⁵⁹.

Schliesslich besitzt der Anleger auch ein Liquidationsinteresse. Er ist daran interessiert, sich gegebenenfalls von der Anlage trennen zu können und ein günstigeres Angebot zu wählen.

Die Ziele einer Bank oder eines ähnlichen Institutes, welche im Falle einer Festübernahme oder einer kommissionsweisen Placierung zwischen Kapitalnehmer und -geber geschaltet sind, liegen im Bemühen, die divergierenden Interessen dieser beiden Pole unter einen Hut zu brin-

³⁵⁶ HAEMMERLI S.350, 352.

³⁵⁷ SCHWARK S.10 f.

³⁵⁸ Zu den klassischen Anlagezielen Sicherheit, Rentabilität, Liquidität, vgl. Näheres bei BOEMLE, Wertpapiere, S.206 ff u. ZIEGLER, Anlageberatung, S.11 ff.

³⁵⁹ Die Umschreibung des Anlegers als "innocent (but avaricious) investor" bei STIGLER p.82 mag wohl zutreffen.

gen und damit selbst ein Geschäft zu machen.

So sind sie legitimerweise an entsprechenden Kommissionen interessiert und wollen unmittelbare finanzielle Einbussen vermeiden, die sich dadurch ergeben können, dass ihre Institute auf übernommenen Papieren sitzenbleiben oder solche nur mit Abschlag an das Publikum weitergeben können ³⁶⁰.

Im weiteren behält die Bank immer auch die Sicherung ihres Emissionskredites im Auge und ist bestrebt, "konsortialfähig" zu bleiben. Sie will und muss darum nach allen Seiten hin versuchen, durch glattes Absetzen der Titel ihre Placierungskraft, Marktkennntnis und Beratungsqualität unter Beweis zu stellen ³⁶¹. Zudem kann sie bei einer Privatplacierung auch darauf abzielen, mit dem Erlös Kreditverpflichtungen des Schuldners ihr gegenüber abzulösen oder übermässige Engagements zu reduzieren ³⁶². Die Bank hat demnach selbst ein äusserst starkes Interesse am Absatz der Titel.

Eine Bank oder ein ähnliches Institut haben innerhalb der an einer Privatplacierung Beteiligten doch eine gewisse Machtstellung inne, die nicht von der Hand zu weisen ist. Sie sind diejenigen, welche über das nötige Know-how, den technischen Apparat und die Kenntnisse des Kapitalmarktes sowie der allgemeinen Wirtschaftslage verfügen. Sie haben auf der einen Seite Zugang zu der potentiellen Anlagekundschaft und besitzen auf der anderen Seite die Fähigkeit zur Einschätzung des Emittenten ³⁶³.

Die Bank vertritt so mit Nachdruck ihre Vorstellungen von den anzuwendenden Konditionen, ist daneben aber auch auf die Festigung ihrer Beziehung zum Emittenten bedacht ³⁶⁴. In dieser Hinsicht kann heute

360 HAEMMERLI S.353 ff; HOPT, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S.116.

361 HOPT, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S.116; sodann KRAUSS S.121.

362 A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987.

363 SCHUERMANN S.30 ff; ferner HAEMMERLI S.300 f.

364 Vgl. HOPT, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S.116. Im weiteren können zusätzlich noch Verflechtungen zwischen Bank und Kapitalnehmer vorliegen, wie beispielsweise kapitalmässige, personelle, durch die Natur anderer Geschäftsverhältnisse oder durch Depotstimmrecht begründete usw.; vgl. SCHUERMANN S.33 ff.

m.E. aber nicht mehr von einer Take-it-or-leave-it-Situation ³⁶⁵ gesprochen werden. Die Banken versuchten schon immer, für den Kapitalnehmer sehr günstige Bedingungen gegenüber dem Zeichnerpublikum durchzusetzen ³⁶⁶, und heute scheint die Bereitschaft, auch eher aggressive Bedingungen des Kapitalnehmers zu akzeptieren, angesichts des zunehmenden Wettbewerbes ³⁶⁷ doch gestiegen zu sein.

Damit werden vermehrt auch für den Anleger ungünstige Konditionen angenommen ³⁶⁸. Dieser steht bei einem Kapitalanlageangebot nun vor der Tatsache, dass die Offerte so gestaltet ist, dass er einzig die Wahl hat, in ein vorgeformtes und nicht abänderbares Gefüge von Bedingungen einzutreten oder nicht ³⁶⁹. Höchstens im Falle der Placierung bei einigen wenigen Grossinvestoren dürfte dieses Machtverhältnis anders geartet sein. Für einen sachgerechten Anlageentscheid bedarf der Investor entsprechender Information. Diese ist oft, insbesondere wenn es sich um ausländische Kapitalnehmer handelt, schwierig zu beschaffen. Der Anleger -mit Ausnahme eben weniger institutioneller Investoren vielleicht- ist diesbezüglich weitgehend auf die Bank angewiesen ³⁷⁰. Zudem hat sich bei der Emission von Notes die Unsitte breitgemacht, die endgültigen Emissionsbedingungen erst nach der erfolgreichen Lancierung mit dem eigentlichen Emissionsvertrag festzulegen. Der Erfolg der Placierung ist damit von der Information abhängig, welche die Bank dem Anleger vermittelt ³⁷¹. Diese Abhängigkeit zieht ebenso nach der Emission ihre Kreise, sei es bezüglich periodischer Information, sei es bei späteren Verkaufsabsichten hinsichtlich privatplacierter Titel ³⁷².

³⁶⁵ Wie sie SCHUERMANN S.38 beschreibt.

³⁶⁶ SCHUERMANN S.38 Anm.42.

³⁶⁷ Vgl. Ausführungen vorne S.30 u. 38 f.

³⁶⁸ I.d.S. ebenso HAEMMERLI S.352; sodann W. KLEINER, Vor- und Nachteile von Privatplacierungen, in: FuW 26.05.1986; A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987; a.M. HÖPT, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S.115, welcher hier von gleichläufigen Interessen ausgeht.

³⁶⁹ SCHWARK S.10 f.

³⁷⁰ Ebenso SCHUERMANN S.32; HAEMMERLI S.300; vgl. auch DELORME/HOESSRICH S.53; WEBER I.2.1.2. weist auf die Tatsache hin, dass zudem vermehrt Banken, auch ohne über die nötige Erfahrung zu verfügen, Notes placieren.

³⁷¹ Vgl. A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987; sodann WEBER I.2.1.2. u. I.2.2.

³⁷² Der Sekundärmarkt ist noch nicht so entwickelt, dass diese Papiere

Es besteht ein Vertrauensverhältnis, an das hohe Anforderungen zu stellen sind ³⁷³.

373 ohne Hilfe, d.h. Vermittlung eines Institutes veräussert werden können. Vgl. BOEHM S.47; sodann auch vorne S.63.
Vgl. A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987.

§ 12 HAFTUNG GEGENUEBER DEM ANLEGER

A NACH OR 1156/752

Das Anleihsrecht in OR 1156 I und das Aktienrecht in OR 631/651 statuieren einen Prospektzwang. Dieser bezieht sich einzig auf öffentliche Emissionen ³⁷⁴. In der Hinsicht ist der Wortlaut eindeutig und klar, eine Auslegung kann nicht zur entsprechenden Anwendung auf Privatplacierungen führen ³⁷⁵. Ebenso wenig drängt sich ein Prospektzwang per analogiam auf. Gesetzesanalogie, d.h. die Uebernahme einer schon vorhandenen rechtlichen Regelung auf einen im Gesetz nicht geregelten Fall, erfordert eine Sachlage, die in wesentlicher Beziehung gleich ist ³⁷⁶. Aber gerade hier liegt eine entscheidende Differenz. Ob öffentlich oder privat emittiert wird, sind grundsätzlich zwei verschiedene Dinge. Ein Schluss vom Gleichen auf das Gleiche kann hier nicht zum Ziele führen.

Somit unterliegen Privatplacierungen keinem Prospektzwang. Eine Haftung für das Vorliegen eines Prospektes findet darum weder in OR 1156 III noch OR 752 eine Grundlage ³⁷⁷.

Zu untersuchen bleibt die Frage, ob sich beim Bestehen anderer ähnlicher Dokumente -wie insbesondere die Memoranden gemäss der Bankenvereinbarung "betreffend das Informationswesen bei Privatplacierungen in SFr. für ausländische Schuldner (Notes)"-, welche nicht einem Prospekt im strengen üblichen Sinne entsprechen, eine Haftung aus diesen Normen ergibt.

Beide Artikel überschneiden sich teilweise, sind aber nicht ganz deckungsgleich.

³⁷⁴ OR 1156 I weist zusätzlich und ausdrücklich auch auf die Börseneinführung hin, vgl. entsprechende kantonale Börsengesetze.

³⁷⁵ Vgl. dazu ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N4; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §5 Rdn.635; beide sprechen nur von öffentlichen Emissionen.

³⁷⁶ Ebenso MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §21 Rdn.92 ff.

³⁷⁷ MEIER-HAYOZ, Kommentar zu Art.1 N347; vgl. auch vorne S.17 ff. Damit auch nicht in der bankrechtlichen Gestalt von BaG 39, vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.39 N1 ff.

So fasst OR 752 sowohl Aktien als auch Anleiheobligationen ³⁷⁸ ins Auge, OR 1156 hingegen beschränkt sich auf Anleihe-recht.

Im Hinblick auf die Kapitalnehmer bezieht sich OR 752 auf schweizerische Aktiengesellschaften, während OR 1156 hier keine Einschränkungen macht. Der Vorschrift von OR 1156 sind damit auch ausländische Gesellschaften, welche in der Schweiz eine Anleihe begeben, unterworfen ³⁷⁹. Massgebend ist der Emissionsort. Dem Unterstellen eines eigentlichen Ordre Public-Gehaltes dieser Norm, der eine Rechtswahl entsprechend korrigieren würde ³⁸⁰, kann nicht gefolgt werden. Es weisen keine Anhaltspunkte auf eine dahingehende Auslegungsmöglichkeit hin. Zudem würde die Parteiautonomie wohl unverhältnismässig beschnitten.

OR 752 kann als *lex specialis* gegenüber OR 1156 III verstanden werden, was aber nicht zwingend zur ausschliesslichen Anwendbarkeit von OR 752 führen muss. Sind die Haftungsvoraussetzungen beider Normen erfüllt, kann sich der Kläger auch auf beide Bestimmungen berufen ³⁸¹. Dies kann insofern relevant werden, "als die aktienrechtlichen Haftungsnormen für den Kläger etwas günstiger sind als die allgemeinen deliktischen" ³⁸².

Aktiv- und Passivlegitimation richten sich grundsätzlich nach den gleichen Regeln ³⁸³. Eine Erweiterung und gleichzeitige Einschränkung

378 Ueber den Wortlaut hinaus auch Genuss- und Partizipationsscheine, vgl. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, § 5 Rdn.650; sodann Botschaft Aktienrecht 1983 OR 752: "und anderen Titeln".

379 ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N4; BUERGI/NORDMANN, Kommentar zu Art.752 N20; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, § 5 Rdn.642 ff u. dort zit. Literatur; nur indirekt und relativiert hingegen Entscheid des Cour de Justice in Genf vom 25.04.1983 n.p., welcher die Bestimmungen des Anleihe-rechtes dann auf ausländische Kapitalnehmer anwenden will, wenn der Emissionsvertrag schweizerischem Recht untersteht, wobei letzteres zu vermuten sei; vgl. sodann Botschaft IPR 1982 IPR-Gesetz 151.

380 Vgl. dazu KELLER/SIEHR S.535 ff, 382 ff.

381 FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Manuskript 2. Aufl. § 5 I.1.c), vgl. dort zit. Literatur u. Judikatur; anders noch FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, § 5 Rdn.638.

Handelt es sich um ein Institut, welches dem Bankengesetz untersteht, kommt sodann die entsprechende bankrechtliche Regelung von BaG 39 zum Zuge, vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.39 N1 ff.

382 FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, § 5 Rdn.638, vgl. insbesondere auch Anm.1071.

ergibt sich bei OR 1156 III dadurch, dass aufgrund OR 1164 I auch die Gläubigergemeinschaft aktivlegitimiert sein muss, in einem solchen Falle der Anleger aber dann keinen selbständigen Klageanspruch mehr besitzt³⁸⁴. Kontrovers ist nun, ob die Klagelegitimation -sei es aus OR 752 oder OR 1156- auch spätere Erwerber erfasst, sich mithin nicht allein auf die eigentlichen Zeichner bezieht³⁸⁵. Der umfassende Wortlaut beider Artikel weist m.E. eindeutig darauf hin, dass diese Normen uneingeschränkt jeden, der -gleichgültig wann- ein entsprechendes Wertpapier gezeichnet oder sonstwie rechtsgeschäftlich oder als Universal-sukzessor erworben hat, zur Klage legitimieren. Entgegenstehende Indizien sind nicht auszumachen³⁸⁶.

Zu beachten ist aber, dass der Anleger bei einem Vorgehen nach OR 752 alle allgemeinen Haftungsvoraussetzungen, die da sind Schaden, Widerrechtlichkeit, Kausalzusammenhang und Verschulden, nachweisen muss³⁸⁷. Dies bedingt vor allem, dass ein Erwerber glaubhaft machen kann, "dass er die Papiere aufgrund der unkorrekten Information erworben hat", wobei an die Glaubhaftmachung jedoch nicht zu hohe Anforderungen zu stellen sind³⁸⁸. Im Falle von OR 1156 III hingegen fällt eine Nachweispflicht des Anlegers, er habe sich auf den Prospekt verlassen, überhaupt weg. Er muss den Inhalt oder das Vorhandensein eines

-
- 383 FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Manuskript 2. Aufl. §5 I.1.c).
Hinsichtlich Passivlegitimation noch anders FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §5 Rdn.638.
Hinsichtlich Aktivlegitimation i.S.v. ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N24.
- 384 So FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Manuskript 2. Aufl. §5 I.1.c) u. dort zit. Literatur und Judikatur.
- 385 Beschränkung auf Zeichner im Falle von OR 752 GUHL/MERZ/KUMMER S.611.
Für Aktivlegitimation auch des späteren Erwerbers SCHRAFL S.61 und BUERGI/NORDMANN, Kommentar zu Art.752 N17, bezüglich OR 752 sowie ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N24, hinsichtlich OR 1156.
Nur in sehr allgemeiner Weise äussern sich SCHUCANY, Kommentar zu Art.752 N7, und FUNK, Kommentar zu Art.752 N7.
- 386 Gl.M. ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N24; BUERGI/NORDMANN, Kommentar zu Art.752 N17; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §5 Rdn.652; vgl. Botschaft Aktienrecht 1983 OR 752: "Erwerb der Titel".
- 387 Vgl. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §1 Rdn.125 ff.
- 388 FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §5 Rdn.652; BUERGI/NORDMANN, Kommentar zu Art.752 N14.

Prospektes nicht einmal gekannt haben ³⁸⁹. Hatte er aber Kenntnis des Informationsmangels, so dürfte sich der Ersatz nach OR 44 richten ³⁹⁰.

Eine Prospekthaftung kommt zum Zuge, wenn gewisse Dokumente vorliegen, die unrichtige oder den gesetzlichen Erfordernissen nicht entsprechende Angaben aufweisen, "und zwar unabhängig davon, ob der Prospekt gesetzlich vorgeschrieben ist oder ob er freiwillig publiziert wird" ³⁹¹. OR 1156 III erfasst auch das Fehlen eines Prospektes überhaupt. Im Falle von OR 752 ist ein solches aber durch den Wortlaut nicht gedeckt. Man kann sich fragen, ob hier nicht primär andere Verantwortlichkeitsbestimmungen des Aktienrechtes zum Zuge kommen sollen ³⁹². Anders und eindeutig ist die Rechtslage hingegen dann, "wenn ein Prospekt ausgegeben wird, dieser aber wesentliche Tatsachen verschweigt" ³⁹³. Angaben können "auch aus Unterlassung falsch oder unrichtig sein" ³⁹⁴.

OR 752 erstreckt die Haftung auch auf Angaben "in Zirkularen oder ähnlichen Kundgebungen" ³⁹⁵. Damit sind alle Werbemittel und Informationen gemeint, die einen weiteren Personenkreis ansprechen wollen und diesem dabei Grundlagen zur wirtschaftlichen und rechtlichen Beurteilung des Unternehmens liefern sollen ³⁹⁶. Der weitere Personenkreis ist -wie vorne dargelegt ³⁹⁷- im Sinne eines unbestimmten zu verstehen. Mit der Wendung "in Prospekten oder Zirkularen oder ähnlichen Kundgebungen" ³⁹⁸ als Ganzes sind darum Werbemittel gemeint, die eine öffentliche Emission ausmachen, und zwar unabhängig davon, ob ein Prospekt im strengen üblichen Sinne mit gesetzlichem Inhalt oder andere

389 ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N24.

390 ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N24.

391 FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §5 Rdn.640; vgl. nun Anhang B.

392 Vgl. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Manuskript 2. Aufl. §5 I.2.c); Lehre und Praxis bejahen aber durchwegs eine Anwendung auch beim Fehlen eines Prospektes an sich, vgl. DERS., Verantwortlichkeit, Manuskript 2. Aufl. §5 I.2.c).

393 FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Manuskript 2. Aufl. §5 I.2.d).

394 BGE 112 II 176 EI.2a.

395 Vgl. nun Botschaft Aktienrecht 1983 OR 752: "Prospekte oder ähnliche Mitteilungen".

396 FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §3 Rdn.641; FUNK, Kommentar zu Art.752 N3; SCHUCANY, Kommentar zu Art.752 N2; BUERGI/NORDMANN, Kommentar zu Art.752 N9; BGE 47 II 286 f.

397 Vgl. vorne S.17 ff.

398 OR 752.

Dokumente direkt dazu verwendet bzw. im Zuge einer solchen Werbung ausgegeben werden. Massgebend ist die grundsätzliche Eignung der verwendeten Werbung, eben einen solchen Personenkreis anzusprechen. Je nachdem kann ein Memorandum, welches eine schweizerische Aktiengesellschaft betrifft, darum unter die Haftungsnorm OR 752 fallen.

Der Wortlaut von OR 1156 III beinhaltet die Wendung "entsprechenden Prospektes ... enthält dieser". Hier drängt sich heute unbedingt eine kapitalmarktrechtliche ³⁹⁹ Auslegung auf. Kapitalmarktrechtlich ist in dem Sinne zu verstehen, dass die Gesamtheit der Grundsätze und Normen zu berücksichtigen sind, die sich mit der Emission und dem Umlauf fungibler Papiere befassen, "um den Individualschutz der Kapitalanleger und den Funktionsschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten" ⁴⁰⁰. Solange die den Kapitalmarkt betreffende Norm nicht eindeutig nur einen bestimmten Spezialfall in ihrem Sinne geregelt haben will, muss diese im Zusammenhang mit den verstreuten weiteren kapitalmarktrechtlichen Normen, d.h. im Sinne eines Ganzen verstanden und ausgelegt werden. OR 1156 regelt primär Anlehensrecht und OR 752 in erster Linie Aktienrecht, beide also eine kapitalmarktrechtliche Problematik. OR 1156 verweist für die Bestimmungen über den Prospekt selbst auf das Aktienrecht. Die Textgeschichte ⁴⁰¹ zeigt eine enge Verbindung der beiden Normen und weist -soweit ersichtlich- nicht auf eine eindeutige Zäsur zwischen OR 1156 und OR 752 im Hinblick auf solche andere Dokumente hin. Gleich wie die Formulierung "mitwirken" in OR

³⁹⁹ Zur ganzen Problematik eines Kapitalmarktrechtes vgl. K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 101 ff; WEBER I.1.; vgl. auch hinten S.111 f.

⁴⁰⁰ WEBER I.2.1.1. scheint mir in eine ähnliche Richtung zu tendieren. K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 112; ebenso WEBER I.1.1. Die Umschreibung HOPTs klammert den privaten Vertrieb aus.

Nach meinem Dafürhalten ist die Emission in ihrer vollständigen Umschreibung zu berücksichtigen, und zwar unabhängig von der verwendeten Placierungsart. Juristisch relevant ist -wie HOPT bemerkt- das Angebot, mit dem der Kapitalnehmer an den Markt tritt. Bei der Emission geht es in rechtlicher Hinsicht hier eben um die Ausgabe von Effekten, welche sich an mehr als eine Person richtet. Das soll massgebend sein, vgl. auch vorne S.5 ff.

⁴⁰¹ Vgl. ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N1 f.

1156 nicht anders zu verstehen ist wie der Wortlaut "entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet worden ... dabei mitgewirkt" in OR 752, so ist die alleinige Aufführung von Prospekten in OR 1156 nun in Verbindung mit OR 752 zu interpretieren, d.h. in dem Sinne, dass sich die Haftung aus OR 1156 III ebenfalls auf alle Dokumente erstreckt, welche eine Emission zur öffentlichen machen. Ist eine Placierung also derart als öffentliche zu qualifizieren, unterliegt sie dem Prospektzwang von OR 1156 I. Genügen die dabei publizierten Dokumente den gesetzlichen Anforderungen im Hinblick auf Vollständigkeit und Richtigkeit nicht, kommt eine Haftung nach OR 1156 III zum Zuge, und zwar unabhängig von der Bezeichnung "Prospekt", "Zirkular" oder dergleichen. Folgt man diesen Ueberlegungen, so können Memoranden -unbeachtlich welchen Kapitalnehmer sie betreffen- Gegenstand einer Haftung nach OR 1156 III sein.

B NACH OR 753

Werden Wertpapiere im Zuge einer schweizerischen AG-Gründung emittiert, stellt sich die Frage der Gründerhaftung.

Die Tatbestände der Prospekt- bzw. Gründerhaftung sind grundsätzlich verschieden. Beide Haftungsnormen bestehen darum nebeneinander⁴⁰². Werden dem Anleger unrichtige Angaben gemacht, welche einen der speziellen Tatbestände von OR 753 erfüllen, ist eine Haftung unabhängig von der Emissionsart -also auch für die hier referierte Privatplacierung- im Hinblick auf eine schweizerische Aktiengesellschaft gegeben. Der Geschädigte muss die allgemeinen Haftungsvoraussetzungen nachweisen⁴⁰³. Er kann aber im Gegensatz zur Prospekthaftung allenfalls auch einen mittelbaren Schaden geltend machen⁴⁰⁴.

C NACH OR 754

Erfolgt eine Emission von Papieren nach der Gründung der betreffenden Aktiengesellschaft, so steht OR 754 neben OR 752.

402 FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §4 Rdn.580.

403 Vgl. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §1 Rdn.125 ff.

404 FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §4 Rdn.581.

Dies ist zu präzisieren. OR 754 umschreibt einen engeren verantwortlichen Personenkreis, zieht den massgebenden Tatbestand aber weiter ⁴⁰⁵. Unrichtige oder fehlende Angaben in irgendwelchen Emissionsdokumenten können m.E. eine Sorgfaltspflichtverletzung darstellen ⁴⁰⁶. Unabhängig davon, ob diese Dokumente anlässlich einer privaten oder öffentlichen Emission erstellt werden, ist die Verwaltung einer schweizerischen Aktiengesellschaft deshalb ins Recht zu fassen.

Der Geschädigte hat ebenfalls die allgemeinen Haftungsvoraussetzungen nachzuweisen ⁴⁰⁷, wobei prinzipiell auch ein mittelbarer Schaden - wie bei OR 753- geltend gemacht werden kann ⁴⁰⁸.

D NACH UWG

Unlauterer Wettbewerb ⁴⁰⁹ ist jeder "Missbrauch des wirtschaftlichen Wettbewerbs durch täuschende oder andere Mittel, die gegen die Grundsätze von Treu und Glauben verstossen" ⁴¹⁰.

-
- ⁴⁰⁵ FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §5 Rdn.646.
⁴⁰⁶ OR 722 I; vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ §24 Rdn.13.
 Zur Sorgfaltspflichtverletzung allgemein vgl. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §1 Rdn.175 ff.
 Kasuistik bezüglich Verwaltung und Geschäftsführung DERS. §2 Rdn.526 ff.
 Im Hinblick auf die Heranziehung einer Kontrollstelle ist zu beachten, dass sich ihre aktienrechtlichen Pflichten nach OR 728 in der Prüfung, ob sich Gewinn- und Verlustrechnung und die Bilanz in Uebereinstimmung mit den Büchern befinden und ob diese ordnungsgemäss geführt sind, erschöpft. Die Kontrollstelle haftet darum für entsprechende Angaben nur in diesem Rahmen nach OR 754, vgl. BGE 112 II 262.
⁴⁰⁷ Vgl. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §1 Rdn.125 ff.
⁴⁰⁸ FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, §5 Rdn.646.
⁴⁰⁹ In BaG 4quater findet sich ebenfalls eine Bestimmung, die unlauteren Wettbewerb betrifft. Diese ist aber schon von ihrer grundsätzlichen Konzeption her auf den zu referierenden Sachverhalt nicht zugeschnitten. Es geht dort einzig um das Verbot irreführender oder aufdringlicher Werbung, die den schweizerischen Sitz einer Bank oder schweizerische Einrichtungen zum Gegenstand hat. Angesprochen wird eine gesamtwirtschaftliche Verantwortung der Banken. Hier steht aber die Haftung gegenüber dem Investor aus mangelhafter Information in bezug auf den Schuldner und einem daraus entstandenen Schaden im Vordergrund. Vgl. dazu BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.4quater N1 ff und Vorbemerkungen zu Art.4-5 N2.
⁴¹⁰ UWG 1 I; nUWG 2 (Referendumsfrist 13. April 1987, noch nicht in Kraft): "jedes täuschende oder in anderer Weise gegen den Grundsatz von Treu und Glauben verstossende Verhalten oder Geschäftsgebaren, welches das Verhältnis zwischen Mitbewerbern oder zwischen Anbietern und Abnehmern beeinflusst", nun also in stärkerem Masse auch auf das Verhältnis Anbieter/Abnehmer abzielend.

Als wirtschaftlich erweist sich jede Tätigkeit, welche im Geschäftsleben zum Zwecke der Gewinnerzielung ausgeübt wird ⁴¹¹. Wettbewerb ist das Streben mehrerer, durch das Anbieten gleichartiger Waren denselben Personenkreis zu Geschäftsabschlüssen zu bewegen ⁴¹². Das massgebende Kriterium für einen Missbrauch stellt dem Wortlaut gemäss Treu und Glauben dar ⁴¹³.

Dem Tatbestand irreführender Werbung gemäss UWG 1 II lit.b (nUWG 3 lit.b) liegt der Wahrheitsgedanke zugrunde. Das Vertrauen des Konsumenten -hier des Anlegers- auf Einhaltung des Werbeversprechens durch den Anbieter soll geschützt werden ⁴¹⁴. Eine eigentliche Oeffentlichkeit der Angaben ist nicht gefordert. Der Tatbestand erstreckt sich so auch auf Mitteilungen, die nicht in der Oeffentlichkeit gemacht werden ⁴¹⁵. Unrichtige oder irreführende Angaben bei Privatplacierungen können damit Gegenstand von UWG 1 II lit.b (nUWG 3 lit.b) sein ⁴¹⁶.

Die Mitteilungen müssen Angabequalität aufweisen ⁴¹⁷ und ihre Unrichtigkeit bzw. Irreführung hat dem Kriterium der bestehenden tatsächlichen Verkehrsauffassung, welche aufgrund der besonderen Umstände des Einzelfalles und der allgemeinen Lebenserfahrung ⁴¹⁸ zu bestimmen ist, standzuhalten ⁴¹⁹.

Bei der im Vordergrund stehenden Privatplacierung durch Festübernahme wird nun in erster Linie mit Aeusserungen Dritter -wie des Kapitalnehmers- ans Publikum herangetreten. Grundsätzlich ist dazu festzuhalten, dass sich der Anbieter damit auch den Inhalt solcher Aeusserungen zu eigen macht ⁴²⁰. "Ein Händler aber, der Waren

411 TROLLER S.1033; VON BUEREN S.18.

412 VON BUEREN S.21.

413 Vgl. SCHMID, Irreführende Werbung, S.28 ff.

414 SCHMID, Irreführende Werbung, S.33 f; VON BUEREN S.72.

415 SCHMID, Irreführende Werbung, S.35 f.

416 Das neue UWG (Referendumsfrist 13. April 1987, noch nicht in Kraft) führt diesbezüglich zu keinem anderen Ergebnis; vgl. auch Botschaft nUWG 1983 S.1 ff.

Vgl. sodann -zwar auf Deutschland bezogen- G.-A. SCHMEDING, Wettbewerbsrechtliche Beurteilung für Kapitalanlagen, in: Betriebs-Berater 33(1978) 735 ff.

417 Dazu SCHMID, Irreführende Werbung, S.34; ferner VON BUEREN S.74.

418 BGE 84 II 223.

419 SCHMID, Irreführende Werbung, S.38; BGE 84 II 223.

420 TROLLER S.1090.

verkauft, die mit irreführenden Angaben versehen sind, handelt in der Regel nicht unlauter. Er wird sich in guten Treuen darauf verlassen dürfen, dass die Angaben des Herstellers über sein Erzeugnis der Wahrheit entsprechen" ⁴²¹. Gerade dies aber kann für den vorliegenden Fall m.E. nicht zutreffen. Es handelt sich hier nicht um reine Weitergabe eines Erzeugnisses, sondern um den Verkauf von Wertpapieren, in welchem der Anleger eine weitergehende Identifikation der Bank mit dem Kapitalnehmer feststellt. Anhand dieser Identifikation lässt die Bank das Vertrauen und den Goodwill gegenüber dem Kapitalsuchenden erkennen, was den Anlageentscheid des Investors entsprechend beeinflusst ⁴²². Wirbt nun eine Bank oder ein ähnliches Institut mit den Äusserungen des Kapitalsuchenden oder eines anderen Dritten, erhalten diese Angaben einen Eigenwert, der sie von der reinen Mitteilungsübernahme abhebt ⁴²³. Eine gewisse Ueberprüfung hat wohl in guten Treuen zu erfolgen ⁴²⁴, die Angaben werden zu eigen gemacht.

Der Kunde -hier der Anleger-, welcher durch solche unrichtige oder irreführende Angaben in seinem wirtschaftlichen Interesse geschädigt wird, ist nach UWG 2 II (nUWG 10 I) zur Klage legitimiert. Eine Klagemöglichkeit, die auf Schadenersatz gerichtet ist, kann das UWG selbst aber dem Investor gegenüber seinem Vertragspartner nicht eröffnen. Der Anleger ist hier auf das Obligationenrecht zu verweisen. Dieses regelt den Bereich abschliessend und ausschliesslich ⁴²⁵. Richtet sich der Schadenersatzanspruch aber gegen Dritte -zu denken wäre an

⁴²¹ SCHMID, Irreführende Werbung, S.51.

⁴²² Vgl. zu diesem Zusammenhang SCHUERMANN S.15 f; HAEMMERLI S.300 f; ferner LANG S.41.

⁴²³ Vgl. i.d.S. Bemerkungen von M. LUSSE, in: SHZ 05.01.1986: "Bei den Private Placements aber frage ich mich, ob der Käufer immer weiss, wer eigentlich der Schuldner ist".

⁴²⁴ I.d.S. ebenso HAEMMERLI S.302; vgl. ferner SCHRAFL S.65.

⁴²⁵ KUMMER S.70.
Das neue UWG (Referendumsfrist 13. April 1987, noch nicht in Kraft) führt auch hier zu keinem anderen Ergebnis, es verweist im Hinblick auf Schadenersatz gemäss nUWG 9 III nun allgemein auf das Obligationenrecht; vgl. auch Botschaft nUWG 1983 S.1 ff.

Rechtsvergleichend zum deutschen Recht, welches dem einzelnen Anleger überhaupt keinen Anspruch auf Schadenersatz durch UWG einräumt, M. LEHMANN, Die zivilrechtliche Haftung der Banken für informative Angaben im deutschen und europäischen Recht, in: WM 1985 187.

weitere andere Urheber oder Werbeträger ⁴²⁶ -, ist eine Klage nach UWG möglich. So kann und muss beispielsweise von der Presse verlangt werden, dass sie bei einer gewissen Transparenz der Widerrechtlichkeit die Rechtsverletzung erkennt und die Publikation in dieser Form ablehnt ⁴²⁷ . Einen Vorteil gegenüber der allgemeinen deliktischen Haftung gemäss OR 41 bringt hier das UWG als *lex specialis* ⁴²⁸ dem Anleger aber nicht ⁴²⁹ . Einzig hinzuweisen wäre auf die Klagelegitimation von Organisationen nach UWG 2 III (nUWG 10 II).

E NACH BANKENVEREINBARUNG BETREFFEND DAS INFORMATIONSWESEN BEI PRIVATPLACIERUNGEN IN SFR. AUSLAENDISCHER SCHULDNER SELBST

Es handelt sich hier um eine Verhaltensregelung der Banken, die unter Mitwirkung der Schweizerischen Bankiersvereinigung erfolgt ist. Als solche kann sie Vereinbarung, Richtlinie oder Empfehlung sein ⁴³⁰ . Je nachdem, welcher Charakter den Verhaltensregeln zukommt, differiert auch die Rechtsverbindlichkeit. Vereinbarungen sind grundsätzlich rechtsverbindlich, Richtlinien/Empfehlungen unverbindlich ⁴³¹ . Rechtsverbindlichkeit von Verträgen bedingt, dass die zur Diskussion stehende Vereinbarung übereinstimmende Willensäusserung und in concreto einfache Schriftlichkeit gemäss OR 1 und 11 II i.V.m. KG 11 I aufweist ⁴³² . Vorauszusetzen ist dabei, dass eine rechtliche Absicht, welche ein zweiseitiges Rechtsgeschäft erfordert ⁴³³ , besteht. Verzichten die Parteien auf eine rechtliche Bindung, haben wir es mit einem *Gentlemen's Agreement* zu tun ⁴³⁴ . Was die vorliegende Vereinbarung betref-

⁴²⁶ Vgl. SCHMID, Irreführende Werbung, S.100 ff.

⁴²⁷ SCHMID, Irreführende Werbung, S.101; vgl. als Illustration das Beispiel im Falle der "Creative" Geldsuche in NZZ 25.04.1986 und die entsprechende Reaktion der NZZ in der Ausgabe vom 26./27.04.1986.

⁴²⁸ OETINGER S.428.

⁴²⁹ KUMMER S.72.

⁴³⁰ SCHMID, Bankenvereinbarungen, S.38.

⁴³¹ SCHMID, Bankenvereinbarungen, S.38 ff.

⁴³² SCHMID, Bankenvereinbarungen, S.39.

Einfache Schriftlichkeit, da der Tatbestand des Kartells erfüllt ist, vgl. DERS. S.20.

⁴³³ VON TUHR/PETER S.154.

⁴³⁴ SCHMID, Bankenvereinbarungen, S.39.

fend das Informationswesen bei Privatplacierungen in SFr. ausländischer Schuldner (Notes) angeht, kann von einer bindenden Vereinbarung ausgegangen werden. Es weisen keine Anhaltspunkte auf den Verzicht rechtlicher Verbindlichkeit hin, OR 1 und 11 II i.V.m. KG 11 I sind -so weit ersichtlich- erfüllt. Zudem handelt es sich zweifelsohne um einen privatrechtlichen Vertrag, denn im Gegensatz zur Sorgfaltspflichtvereinbarung sind weder die SNB noch die Bankenkommission involviert ⁴³⁵.

Der Investor ist bei dieser Vereinbarung weder direkt Partei, noch kann m.E. in irgend einer Weise ein Vertrag zugunsten Dritter -ob echt oder unecht- konstruiert werden. Die massgebenden Willensäusserungen ⁴³⁶ sind nicht dahingehend interpretierbar.

Im weiteren kann man sich aber die Frage stellen, ob allenfalls ein Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter vorliegt.

Auch hier ist vom Grundsatz der Willenseinigung auszugehen. Im zu referierenden Falle könnte höchstens eine stillschweigende Uebereinstimmung in Betracht gezogen werden. Eine solche wird heute in der Schweiz nach meinem Dafürhalten richtigerweise nur anerkannt, wenn den Gläubiger eine dem Schuldner erkennbare gesetzliche Schutz- und Fürsorgepflicht trifft ⁴³⁷. Davon kann in concreto nicht die Rede sein. Banken oder ähnliche Institute haben dem Anleger gegenüber keine gesetzliche Schutz- oder Fürsorgepflicht.

An dieser Stelle sei als Vergleich ein Fall aus Deutschland angeführt ⁴³⁸. Es ging dort um einen Verstoss gegen das Lastschriftenabkommen, welches zwischen Banken abgeschlossen worden war. Ein Kunde der Bank x kam dabei zu Schaden. Der BGH sprach diesem einen Anspruch aus

⁴³⁵ Vgl. dazu BGE 109 Ib 146 ff; kritisch zu diesm Entscheid G. MUELLER, Zur Rechtsnatur der Vereinbarung über die Sorgfaltspflicht der Banken bei Entgegennahme von Geldern und über die Handhabung des Bankgeheimnisses, in: SJZ 80(1984) 349 ff; vgl. nun auch Anhang B.

⁴³⁶ Vgl. GUHL/MERZ/KUMMER S.154 f.

⁴³⁷ GAUCH/SCHLUEP/JAEGGI Nr.2583.

In der Schweiz ist der Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter überhaupt eine doch wenig diskutierte Figur. Aber auch in Deutschland bleibt er ein schillerndes Institut, vgl. GAUCH/SCHLUEP/JAEGGI Nr.2582 f.

⁴³⁸ NJW 1977 1916; vgl. OSTROWICZ S.37 f.

Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter auf Ersatz des Schadens zu. Er begründete seine Entscheidung damit, dass in diesem Falle der Vertragspartner des Lastschriftenabkommens -die Bank x- ein durch ähnliche Risiken begründetes gleichwertiges Interesse an einer entsprechenden Abwicklung des Geschäftes habe⁴³⁹. Fasst man die Möglichkeit eines Vertrages mit Schutzwirkung zugunsten Dritter ohne ausdrückliche Einigung und ohne das Vorliegen einer gesetzlichen Schutz- und Fürsorgepflicht ins Auge und überträgt das eben Geschilderte auf den vorliegenden Fall, so muss festgehalten werden, dass gerade dieses mindestens gleichwertige Interesse nicht gegeben ist. Das Interesse einer Bank als Vertragspartner der Vereinbarung auf Einhaltung der Memorandenpflicht scheint mir entscheidend geringer als das entsprechende Interesse des Anlegers, sich aufgrund solcher Memoranden ein Bild des Kapitalsuchenden machen zu können.

Zu beachten ist zudem noch folgende Tatsache. Man kann im besagten Verhältnis nicht von einer eigentlichen Gläubiger/Schuldner-Beziehung sprechen, wo die Gläubigerseite einen zu schützenden Dritten im Schlepptau mitführt. Es besteht keine Gegenposition, bei welcher auf der Gläubigerseite die Leistungsnähe des Dritten und das Interesse am Schutz des Dritten⁴⁴⁰ im Vordergrund stehen.

Hinsichtlich der Vereinbarung betreffend das Informationswesen bei Privatplacierungen kann es sich darum wohl in keiner Weise um einen Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter handeln. Es muss vielmehr von einer Art gemeinsamer Selbstbindung in gleicher Richtung gesprochen werden. Anders ist die Rechtslage einzig zu beurteilen, wenn die Bankenvereinbarung in den Einzelvertrag mit dem Anleger inkorporiert wird. Nur dann zeitigt eine solche auch Wirkungen im Rechtsverhältnis Bank/Anleger.

Schliesslich kann auch schwerlich von der Möglichkeit einer eigentlichen Drittschadensliquidation im Verhältnis Bankkunde zu einer an der

439 Dagegen Verneinung der Schutzwirkung einer zwischen zwei Banken bestehenden Verbindung zugunsten des Bankkunden bei nicht zutreffender Bank-zu-Bank-Auskunft, vgl. WM 1976 498 und HOPT, Aktuelle Rechtsfragen, S.22.

440 Dazu PUHLE S.58.

Vereinbarung beteiligten Bank die Rede sein, da eine solche m.E. zutreffend nur in Fällen indirekter Stellvertretung anerkannt wird ⁴⁴¹. Dies ist im zu referierenden Verhältnis offenkundig nicht der Fall.

F NACH VERTRAG

I. BEI DIREKTER PLACIERUNG

Der Kapitalnehmer hat sich bei der Privatplacierung von Notes im Darlehensvertrag zur "Rückerstattung von Sachen der nämlichen Art in gleicher Menge und Güte" gemäss OR 312 verpflichtet.

Einerseits kann der Investor selbstverständlich die Rückzahlung nach OR 312 und einen allfälligen Schadenersatz gemäss OR 97 fordern, nur dürfte sein Anspruch kein entsprechendes Substrat finden. In diesem Zeitpunkt ist der Schuldner -der Vertragspartner- ja eben gerade zahlungsunfähig.

Auf der anderen Seite steht dem Anleger die Anfechtung des Vertrages gemäss OR 23 ff offen. Entdeckt er den Mangel -was die Regel sein dürfte- erst im Moment der bereits bestehenden Zahlungsunfähigkeit, nützt ihm sein durch die erfolgreiche Anfechtung entstandener Bereicherungsanspruch gemäss OR 62 ff ⁴⁴² nichts mehr. Das Substrat fehlt. Zu untersuchen bleibt der Fall, wo sich die Unrichtigkeit bzw. das Fehlen einer Information in einem früheren Stadium zu erkennen gibt. Im Vordergrund stehen absichtliche Täuschung und Grundlagenirrtum.

Als Mittel einer Täuschung kommen sowohl die Behauptung falscher Tatsachen als auch die Ausnutzung eines schon bestehenden Irrtums durch Verschweigen von Tatsachen in Betracht ⁴⁴³. Zu letzterem sei folgendes bemerkt. Die absichtliche Täuschung verlangt, dass eine Aufklärungspflicht besteht. Eine solche ergibt sich bei der Privatplacierung weder ausdrücklich durch Gesetz, noch dürfte eine vertragliche

⁴⁴¹ GAUCH/SCHLUEP/JAEGGI Nr.1621 f.

⁴⁴² VON TUHR/PETER S.336.

⁴⁴³ Im Falle der Täuschung sodann auch Schadenersatzanspruch, vgl. SCHMID, Irreführende Werbung, S.73 u. dort zit. Literatur.
VON TUHR/PETER S.321.

Regelung eingreifen. Was Informationen aber betrifft, die der Investor zur Beurteilung des Unternehmens -und damit auch zu einem sachgerechten Vertragsentscheid- benötigt, besteht m.E. eine Aufklärungspflicht nach Treu und Glauben ⁴⁴⁴. Die Natur des einzugehenden Vertrages basiert auf einem absoluten Vertrauensverhältnis, das von Treu und Glauben geradezu beherrscht wird ⁴⁴⁵. Ein Verschweigen solcher Informationen entspricht nicht dem hier geforderten Verhalten eines loyalen Partners.

Der durch eine entsprechende Täuschung hervorgerufene Irrtum muss nach OR 28 I nicht wesentlich sein, hat sich aber auf Tatsachen zu beziehen, die Gegenstand des Wissens sein können. Keine Täuschung liegt insbesondere dann vor, "wenn Erwartungen wachgerufen werden, die nach ihrer Natur unsicher sind" ⁴⁴⁶. Die reine Angabe eines in Aussicht gestellten Kursanstieges des Papierses kann darum keinesfalls zu einer Täuschung gemäss OR 28 führen ⁴⁴⁷.

Unrichtige oder fehlende wichtige Informationen über den momentanen Zustand eines Unternehmens können aber sehr wohl eine Täuschung darstellen. Vorausgesetzt wird in diesem Falle, dass der Täuschende das Nichtzutreffen der von ihm hervorgerufenen Vorstellung kennt. Zwar genügt *dolus eventualis*, welcher beispielsweise dadurch erfüllt sein kann, dass der Kapitalnehmer -um den Investor zum Vertragsschluss zu bewegen- an diesen präzise Informationen weitergibt, ohne von den tatsächlichen Umständen etwas zu wissen ⁴⁴⁸. Fahrlässige Angaben führen aber nicht zum Vorwurf absichtlicher Täuschung ⁴⁴⁹. Der Nachweis eines *dolus* ist entsprechend schwierig zu erbringen, was nicht zu unter-

444 Vgl. dazu VON TUHR/PETER S.322; sodann MERZ, Kommentar zu Art.2 N270 ff; ferner LAUER S.317 ff.

445 Ebenso A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987; vgl. sodann vorne S.72 ff.

446 VON TUHR/PETER S.320.

447 VON TUHR/PETER S.320 Anm.10.

448 Dazu VON TUHR/PETER S.321 Anm.13; vgl. auch die in Deutschland weitgehend anerkannte Ansicht, "dass eine Bank pflichtwidrig handelt, wenn sie bewusst verschweigt, dass die Anleihe der Ablösung eigener Kredite dient, die ihr angesichts der Finanzlage des Schuldners zu risikoreich erscheinen", so WEBER II.1.1.3. u. HINSCH/HORN S.52.

449 VON TUHR/PETER S.320 f.

schätzen ist ⁴⁵⁰.

Gelingt dem Anleger dieser Nachweis nicht, steht weiter die Möglichkeit einer Berufung auf Grundlagenirrtum gemäss OR 24 I Ziff.4 offen.

Vorauszusetzen sind hier subjektive und objektive Wesentlichkeit sowie das Merkmal der Erkennbarkeit ⁴⁵¹. Der durch die mangelhaften Angaben hervorgerufene irrige Sachverhalt im Hinblick auf das Unternehmen, in welches investiert werden soll, ist für den Anleger zweifelsohne eine *condicio sine qua non*. Dies scheint mir auch objektiv gerechtfertigt, da der Nichtbestand eines solchen irrigen Sachverhaltes ebenso nach allgemeiner Verkehrsauffassung klar eine Unverbindlichkeit des Vertrages begründet. Die Unverbindlichkeit verstösst nicht nur nicht gegen den Grundsatz von Treu und Glauben, sondern wird durch diesen -aufgrund des der Natur eines solchen Vertrages entsprechenden starken Vertrauensverhältnisses- geradezu gefordert. Schliesslich ist es dem Vertragspartner in diesem Falle auch möglich, klar zu erkennen, dass der vorgestellte Sachverhalt für den Irrenden die erwähnte Bedeutung hat.

Das Irren kann sich aber einzig auf einen vergangenen oder gegenwärtigen Sachverhalt beziehen. Betreffen die mangelhaften Angaben die Zukunft, so fällt ein Grundlagenirrtum ausser Betracht ⁴⁵².

Ansonsten entsteht dem Anleger durch die Unverbindlichkeit ein Bereicherungsanspruch, aber kein Anspruch auf Schadenersatz ⁴⁵³.

II. BEI FESTUEBERNAHME / KOMMISSIONSWEISER PLACIERUNG

Hier sind zwei Möglichkeiten anzuführen. Einmal kann die Haftung aus einem bereits bestehenden bzw. separat geschlossenen Vertrag auf Auskunfts-/Raterteilung hergeleitet werden oder dann ist eine solche aufgrund des eingegangenen Kaufvertrages gegeben.

⁴⁵⁰ Vgl. SCHMID, Irreführende Werbung, S.72

⁴⁵¹ Dazu GAUCH/SCHLUEP/JAEGGI Nr.588 ff u. dort. zit. Judikatur und Literatur.

⁴⁵² GAUCH/SCHLUEP/JAEGGI Nr.604.

⁴⁵³ BGE 82 II 422.

Im Falle einer Privatplacierung dürfte doch oft anzunehmen sein, dass insbesondere auch Kunden angesprochen werden, die mit der Bank bereits eine selbständige Geschäftsbeziehung eingegangen sind, für welche im wesentlichen die Bestimmungen des einfachen Auftrages Geltung haben ⁴⁵⁴.

Die Schwierigkeiten des Investors liegen nun nicht primär in der direkten Haftungsbegründung, sondern sind darin zu suchen, dass es jeweils nicht einfach sein dürfte, die vertragliche Bindung überhaupt darzulegen. Eine solche ist nicht leichthin zu unterstellen ⁴⁵⁵. Bejaht man aber das Zustandekommen des Vertrages und damit die vertragliche Bindung, ist eine allfällige Vertragshaftung zu prüfen.

Nachzuweisen hat der Anleger -oder genauer der Ratnehmer- einen ziffernmässig bestimmbaren Schaden, eine Vertragsverletzung und den adäquaten Kausalzusammenhang. Das Verschulden wird gemäss OR 97 vermutet, wobei dem Ratgeber bekanntlich der Exkulpationsbeweis offensteht. Der unzutreffende oder einseitige Rat sowie die unterlassene Aufklärung können nun hier direkt eine Vertragsverletzung darstellen ⁴⁵⁶, welche zur Haftung der Bank oder eines ähnlichen Institutes als Ratgeber führt.

Versucht man im weiteren eine Haftung aus Kaufvertrag herzuleiten, ist die Geltendmachung der Rechts- und Sachgewährleistung zu untersuchen.

Grundsätzlich sind die kaufrechtlichen Gewährleistungsvorschriften auch auf den Forderungskauf anwendbar.

Einer ausschliesslichen Geltung von OR 171 ff, welche eine Haftung für Zahlungsunfähigkeit des Schuldners eindeutig nur bei Zusicherung statuiert, kann nicht gefolgt werden. Diese bezieht sich auf die Forderungsab-

454 Vgl. dazu GUGGENHEIM S.63 ff.

455 Zur Problematik des Zustandekommens eines solchen Vertrages und dessen rechtlichen Natur verweise ich auf die zutreffenden Ausführungen von M. KUHN, Die Haftung aus falscher Auskunft und falscher Raterteilung, in: SJZ 82(1986) 347 ff; ferner ZIEGLER, Anlageberatung, S.20 ff; WEBER III.2.2.

456 Vgl. M. KUHN (zit. Anm.455) S.351.

tretung, während der Forderungskauf OR 197 ff untersteht ⁴⁵⁷.

Im Blickpunkt stehen nicht körperliche Mängel der Urkunde und dergleichen, sondern es geht um die Haftung für wirtschaftliche Mängel des verkauften Wertpapiers. Praxis und herrschende Lehre verneinen prinzipiell einen diesbezüglichen Anspruch des Investors aus OR 197 ⁴⁵⁸.

Ueberlegenswert scheinen mir aber die Ausführungen von HUBER ⁴⁵⁹, welche ihn zu einem anderen Ergebnis führen.

Er geht von der Wendung "vorausgesetzten Gebrauche" in OR 197 aus. Bei einer Obligation sei darunter die zinsbringende Benutzung als Kapitalanlage zu verstehen. Damit stelle das Fehlen der wertbestimmenden Grundlage eines Papiers eine mindestens erhebliche Verminderung dieses vorausgesetzten Gebrauchs dar ⁴⁶⁰.

Im weiteren folgt eine m.E. auf den ersten Blick überzeugende Differenzierung ⁴⁶¹. Auf der einen Seite steht der Wert des Papiers schlechthin, mit anderen Worten der Kurs. Ein solcher kann aber nicht als Sacheigenschaft im juristischen Sinne qualifiziert werden. Mit Kursschwankungen hat man zu rechnen. Andererseits betrachtet HUBER hingegen Unterlagen zu den wirtschaftlichen Gegebenheiten der schuldnerischen Unternehmung und zu den besonders bestellten Sicherheiten als Sacheigenschaften. Der Verkäufer habe darum für den Wert insofern zu haften, als "dieser eine notwendige wirtschaftliche Auswirkung jener nach Treu und Glauben geforderten Unterlagen darstellt" ⁴⁶².

Bei diesen Unterlagen setzt nun aber auch meine Kritik an, welche wieder zurück zur herrschenden Lehre führt. Bestände aufgrund solcher Unterlagen eine Sachgewährleistung, so würde doch praktisch jeder Grundlagenirrtum im Umfeld des Wertpapierverkaufes auf einen Sachgewährleistungsfall hinauslaufen. Eine solche Aufblähung dieses Institutes kann nicht im Sinne des Gesetzes liegen. Mangelhafte Angaben über den Zustand eines Unternehmens gehören wohl in den Bereich des

⁴⁵⁷ GIGER, Kommentar zu Art. 197-210 N9.

⁴⁵⁸ Vgl. GIGER, Kommentar zu Art. 197 N10, 48, 86.

⁴⁵⁹ HUBER S.59 ff; vgl. auch LANG S.34 ff.

⁴⁶⁰ HUBER S.63.

⁴⁶¹ HUBER S.63 f.

⁴⁶² HUBER S.64.

Grundlagenirrtums ⁴⁶³ . Dazu möchte ich an dieser Stelle auf meine Ausführungen bei der direkten Placierung verweisen, welche auch hier uneingeschränkt Geltung haben ⁴⁶⁴ .

Im weiteren würde eine Sachgewährleistung im obigen Sinne die Negotiabilität sehr stark einschränken, müsste der Erwerber doch der Prüfungs- und Mängelrügepflicht von OR 201 Genüge tun. Dies dürfte nicht nur grosse Schwierigkeiten bereiten ⁴⁶⁵ , sondern steht dem Sinn und Zweck der Wertpapiere öffentlichen Glaubens in gewisser Weise entgegen. Der Zweck solcher Papiere ist auf die Sicherung der Umlauffähigkeit gerichtet, welche durch den Verkehrsschutz in bezug auf die Rechtszuständigkeit sowie auf das verbriefte Recht erreicht wird ⁴⁶⁶ . Nicht auszuschalten ist das Bonitätsrisiko ⁴⁶⁷ . Würde nun die Bonität wiederum selbst Gegenstand der Sachgewährleistung von OR 197 ff, wäre die Umlauffähigkeit der Papiere doch klar beeinträchtigt, was wohl nichts anderem als einer Torpedierung des gesetzgeberischen Sinnes der Wertpapiere öffentlichen Glaubens gleichkäme.

Anders zu beurteilen ist die Sachlage dann, wenn der Verkäufer in dieser Hinsicht eine besondere Zusicherung abgegeben hat ⁴⁶⁸ , womit die kaufrechtliche Regelung hier derjenigen der Forderungsabtretung OR 171 ff entspricht ⁴⁶⁹ .

Bei öffentlichen Emissionen stellt der Prospekt einzig eine Aufforderung zur Offertstellung dar. Damit können darin enthaltene Angaben über den

⁴⁶³ M.E. darum zutreffend BGE 82 II 421 f, wo festgehalten wird, die Sachgewährleistung sei "kein Sonderfall der Willensmängel, sondern gehört systematisch in das Gebiet der Vertragserfüllung. Der Irrtum dagegen beschlägt das Zustandekommen des Vertrages. Die beiden Gruppen von Bestimmungen und die daran geknüpften Rechtsbehelfe beruhen somit auf verschiedenem Rechtsgrund ... Die beiden Tatbestände überschneiden sich ... keiner von ihnen umfasst den anderen völlig, sondern sie weisen neben gewissen, beiden gemeinsamen Merkmalen auch solche auf, die nur beim einen oder andern vorkommen"; zum Verhältnis zwischen Sachgewährleistung und OR 23 ff vgl. ferner GIGER, Vorbemerkungen zu Art.197-210.

⁴⁶⁴ Vgl. vom S.90.

⁴⁶⁵ Vgl. SCHRAFL S.55.

⁴⁶⁶ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §5 Rdn.1 ff.

⁴⁶⁷ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §5 Rdn.12.

⁴⁶⁸ GIGER, Kommentar zu Art.197 N48, 86 u. dort zit. Lehre und Rechtsprechung.

⁴⁶⁹ GIGER, Vorbemerkungen zu Art.197-210 N10.

Zustand des Unternehmens nicht als zugesicherte Eigenschaften qualifiziert werden, es sei denn, sie werden bei der Zeichnung nochmals ausdrücklich erwähnt ⁴⁷⁰. Nur dann sind sie Vertragsinhalt.

Handelt es sich aber -wie im vorliegenden Falle- um eine Privatplacierung, so kann das Angehen des Publikums mittels Dokumenten, in denen Bonitätsangaben in prospektähnlichem Sinne gemacht werden, m.E. durchaus bereits als Offerte beurteilt werden ⁴⁷¹. Bei einer solchen Sachlage können diese Angaben darum ohne weiteres vertraglich zugesicherte Eigenschaften darstellen, was zur Sachgewährleistung nach OR 197 führt.

Schliesslich ist noch eine alternative Haftung nach OR 97 ins Auge zu fassen ⁴⁷².

Resümiert man die zur Aufblähung der Sachgewährleistung angestellten Ueberlegungen ⁴⁷³, so können diese m.E. im Hinblick auf die Bonität des Schuldners auch im Falle von OR 97 nur zum gleichen Ergebnis führen. Es handelt sich um ein Vertragsabschluss- bzw. -inhaltsproblem, nicht um eine Frage der Erfüllung, solange die Bonitätseigenschaften nicht besonders zugesichert sind.

G NACH OR 41

I. DES VERTRAGSPARTNERS (CULPA IN CONTRAHENDO)

Zur Diskussion steht die Haftung aus Beratung und Auskunftserteilung im Hinblick auf einen zwischen Ratnehmer und -geber bevorstehenden Vertragsschluss. Das Bundesgericht beurteilt mangelhafte Angaben, die im Rahmen eines solchen Sachverhaltes gemacht werden, richtigerweise nach den für die culpa in contrahendo geltenden Grund-

⁴⁷⁰ SCHRAFL S.55.

⁴⁷¹ Vgl. vorne S.24 f.

⁴⁷² Zur Konkurrenz OR 97 ff / 197 ff GIGER, Vorbemerkungen zu Art.197-210 N20 ff, insbesondere Vorschlag in N28.

⁴⁷³ Vgl. vorne S.91 ff.

sätzen ⁴⁷⁴ . Die daraus entstehenden Schadenersatzansprüche beziehen sich auf die Verhandlungsphase und sind grundsätzlich unabhängig vom Zustandekommen eines Vertrages. Liegt ein späterer erfolgreicher Vertragsabschluss aber vor, können diese Ansprüche "mit dem Schadenersatz wegen schuldhafter Nichterfüllung verbunden oder selbständig geltend gemacht werden" ⁴⁷⁵ .

Die Natur dieser Haftung ist kontrovers. Ging das Bundesgericht nach alter Praxis von einer vertragsrechtlichen Sicht aus ⁴⁷⁶ , glaubt es in seinen neusten Entscheidungen nicht mehr zwischen der Delikts- und der Vertragshaftung entscheiden zu müssen. Die Frage wird offengelassen ⁴⁷⁷ . Die Lehre ist sich uneinig, will einmal die Grundsätze der Delikts-, einmal diejenigen der Vertragshaftung angewendet wissen oder sieht darin eine Haftung eigener Art, die sich auf ZGB 2 stützt ⁴⁷⁸ . Der Ansicht, ein gesetzliches Schutzverhältnis gemäss ZGB 2 -in Anlehnung an die neuere deutsche Doktrin ⁴⁷⁹ - als vertragsanaloge Haftung anzunehmen, kann nicht gefolgt werden ⁴⁸⁰ .

ZGB 2 als Ansatzpunkt ist aber richtig, nur kann diese Norm nicht als

⁴⁷⁴ BGE 68 II 303; BGE 77 II 135; BGE 80 III 41, 53; vgl. kritische Meinungen dazu zusammengefasst bei M. KUHN, Die Haftung aus falscher Auskunft und falscher Raterteilung, in: SJZ 82(1986) 351 Anm.49.

⁴⁷⁵ GUHL/MERZ/KUMMER S.92.

⁴⁷⁶ BGE 68 II 303.

⁴⁷⁷ BGE 101 II 69 E4c; BGE 104 II 94; BGE 108 II 422.

⁴⁷⁸ Vgl. Zusammenstellung der kontroversen Lehrmeinungen bei GAUCH/SCHLUEP/JAEGGI Nr.723 f; K. SPIRO, Die Haftung für Abschluss- und Vertragsgehilfen, zugleich ein Beitrag zur Lehre von der culpa in contrahendo, in: ZSR 105 (1986) 621 Anm.4.

⁴⁷⁹ Vgl. dazu W. FISCHER, Dritthaftung für falsche freiwillige Auskünfte. Eine rechtsvergleichende Untersuchung hinsichtlich der Haftungs begründung und -voraussetzungen anhand der deutschen und schweizerischen höchstrichterlichen Rechtsprechung, in: ZVglRWiss 83(1984) 6 ff; insbesondere auch KRAMER, Münchener Kommentar, Einleitung N57 ff; DERS., Berner Kommentar, Allgemeine Einleitung N68, 147; WEBER I.2.4.

⁴⁸⁰ Gl.M. KELLER/SCHOEBI S.36 ff; GUHL/MERZ/KUMMER S.93; MUELLER, Raterteilung, S.61; M. KUHN, Die Haftung aus falscher Auskunft und falscher Raterteilung, in: SJZ 82 (1986) 352; P. PIOTET, La culpa in contrahendo aujourd'hui, in: SJZ 77(1981) 255 ff; vgl. sodann A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987, der eine Haftung aus in Anspruch genommenem Vertrauen -so scheint mir- nach ausservertraglichen Grundsätzen annimmt.

selbständige Haftungsgrundlage eigener Natur herangezogen werden, sondern findet ihren Platz innerhalb der vertraglichen oder ausservertraglichen Haftung. Das Vertrauensverhältnis, welches während den Vertragsverhandlungen herrscht, ist vom grundlegenden Charakter her doch eher unbestimmt. Eine Einordnung der culpa in contrahendo bei der Vertragshaftung vermag deshalb mindestens dogmatisch nicht zu überzeugen⁴⁸¹.

M.E. sind die Grundsätze der ausservertragliche Schädigung nach OR 41 ff anwendbar.

Nachgewiesen werden müssen damit die allgemeinen Haftungsvoraussetzungen von OR 41: Schaden, Widerrechtlichkeit, Kausalzusammenhang und Verschulden. Dazu sei folgendes bemerkt.

Widerrechtlichkeit erfordert die Verletzung eines durch eine Grundnorm geschützten Rechtsgutes⁴⁸².

Im vorliegenden Falle haben wir es mit Verhandlungspartnern zu tun, die gegen die Pflicht verstossen, sich gemäss ZGB 2 nach Treu und Glauben zu verhalten. Sinn der Wendung "Treu und Glauben" ist die Prüfung des Verhaltens der Rechtsgenossen mit einem Wertmassstab, der ausserhalb der Normen der positiven Rechtsordnung in einem allgemeinen Sittengesetz begründet ist. Das wesentliche Element dieser Umschreibung stellt das gegenseitige Vertrauendürfen, Glaubendürfen, das gegenseitige aufeinander Rücksichtnehmen dar. "Dazu gehört insbesondere, dass die Parteien Verhandlungen ihrer wirklichen Absicht gemäss führen und einander in gewissem Masse über Tatsachen unterrichten, die den Entscheid der Gegenpartei über den Vertragsabschluss oder dessen Bedingungen beeinflussen können"⁴⁸³.

Dies will aber nicht heissen, dass eine allgemeine Beratungs- und Auskunftspflicht hinsichtlich aller wichtigen Vertragselemente bestehe, "mais chacun a le devoir (négatif) de ne pas donner de faux renseignements".

481 M. KUHN, Die Haftung aus falschem Rat und falscher Auskunftserteilung, in: SJZ 82(1986) 352.

482 GUHL/MERZ/KUMMER S.165.

483 BGE 105 II 80; vgl. femer BGE 90 II 455 E4; BGE 92 II 333 E3b; BGE 102 II 84.

ments et d'éviter de créer un vice de consentement chez son partenaire, par inadvertance, laisser-aller ou ambiguïté" ⁴⁸⁴. Das Mass der gegenseitigen Aufklärungspflicht richtet sich nach den Umständen des einzelnen Falles, namentlich nach der Natur des Vertrages, der Art, wie sich die Verhandlungen abwickeln, sowie den Absichten und Kenntnissen der Beteiligten ⁴⁸⁵. Bejaht hat das Bundesgericht eine Informationspflicht von Emissionsorganisatoren nach ZGB 2 bereits für öffentliche Anlagewerbung, und zwar in dem Rahmen, als Angaben für den Entscheid des Investors wesentlich sind, als Information aber von diesen Interessenten nicht selber beschafft werden können ⁴⁸⁶.

Genau dieser Rahmen scheint mir nun ebenfalls für die Privatplacierung gerechtfertigt. Die Natur des Vertrages bei der privaten Emission ist in gleicher Weise durch ein Vertrauensverhältnis ⁴⁸⁷ geprägt wie diejenige bei öffentlichen Placierungen. Vom Grundsatz her müssten darum in dieser Beziehung wohl auch die gleichen Massstäbe Anwendung finden. Dass im Einzelfall die Kenntnisse eines Anlegers bei Privatplacierungen durchaus bereits sehr hoch sein oder von diesem -insbesondere wenn es sich um institutionelle Grossinvestoren handelt- in zumutbarer Weise selbst beschafft werden können, ändert daran nichts. Ein solcher Fall kann ebensogut auf die Gegebenheiten bei einer öffentlichen Emission zutreffen. Der Grundsatz bleibt der gleiche und dem Einzelfall ist bei beiden Emissionsarten Rechnung zu tragen, um eine Haftung aus culpa in contrahendo zu begründen. Unrichtige Angaben und ausbleibende Informationen, die für den Anlageentscheid wesentlich sind, vom Investor aber nicht selber beschafft werden können, führen darum auch bei Privatplacierungen zur Haftung des Verhandlungspartners, sei dies nun der Kapitalnehmer selbst, eine Bank oder ein ähnliches Institut.

484 BGE 101 Ib 432 u. dort zit. Literatur. *

485 BGE 105 II 80.

486 Hinsichtlich Anlagefonds: BGE 101 Ib 431 E4b; BGE 105 II 79 E2a; BGE 112 II 179 f.
Hinsichtlich Aktien und Obligationen im allgemeinen: BGE 47 II 286 ff; BGE 76 II 316 f; BGE 90 II 493; BGE 102 II 356; BGE 112 II 259 ff.

487 Zum Vertrauensverhältnis vgl. auch LAUER S.317 ff; HAEMMERLI S.301; sodann MERZ, Kommentar zu Art.2 N270 ff; ferner A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987; sodann vome S.72 ff.

Die Unrichtigkeit einer Angabe bestimmt sich als solche selbst. Der Bank oder einem ähnlichen Institut darf eine genauere Ueberprüfung zugemutet werden, "zumal diese das Emissionsgeschäft berufsmässig" ausüben ⁴⁸⁸. Ob aber eine Information für den Anlageentscheid wesentlich ist und ob sie vom Interessenten nicht selbst beschafft werden kann, ist anhand von Kriterien zu entscheiden. Ersteres bezieht sich nur auf objektive Elemente und beurteilt sich nach der allgemeinen Verkehrsauffassung. Letzteres muss von einer objektiven Zumutbarkeit abhängen, denn jede Information ist grundsätzlich beschaffbar und eine rein subjektive Betrachtung der Zumutbarkeit kann nicht massgebend sein. Es geht nur darum, dem Anleger die Grundlagen zu einem sachgerechten Entscheid zu gewährleisten ⁴⁸⁹. Ueber Risiken, die der Kapitalanlage nun einmal von ihrem Charakter her eigen sind ⁴⁹⁰, muss sich der Investor hingegen selber Rechenschaft ablegen. Dem Unsicherheitsfaktor "Bonität" kann und soll nur durch die allgemeinen Massnahmen der Leistungssicherung -wie Bürgschaft, (Bank)garantie, Pfandrecht ⁴⁹¹ - begegnet werden ⁴⁹².

In diesem Sinne verstanden fügt sich eine Informationshaftung nahtlos in das Prinzip einer richtig verstandenen Privatautonomie ein ⁴⁹³.

Im weiteren noch eine Bemerkung zum Verschuldens- bzw. Kausalitätspunkt.

Grundsätzlich wird auch hier gemäss OR 41 für jedes Verschulden gehaftet. Zu beachten ist, dass bei der Schadenersatzbemessung regelmässig ein Selbstverschulden ⁴⁹⁴ des Verhandlungspartners -in concreto des Anlegers- mitspielen dürfte. In Frage kommen insbesondere Leicht-

488 HAEMMERLI S.302; ferner SCHRAFL S.65.

489 I.d.S. bildet auch der Aufschluss des Investors mittels vollständigem Informationsmaterial für seinen Anlageentscheid einen Eckpfeiler der amerikanischen Securities Laws, vgl. dazu u.a. LEBER S.83; ferner ebenso A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987.

490 BGE 101 II 124; vgl. auch WEBER I.1.2.1.

491 So werden dann auch neuerdings durch Hypotheken gesicherte Notes ausgegeben, vgl. NZZ 24.11.1986; mit Bankgarantien sind Notes schon länger ausgestattet, vgl. dazu SHZ 02.08.1984.

492 MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE §5 Rdn. 12.

493 Vgl. LAUER S.13 ff, insbesondere 15; sodann SERLOOTEN S.131, 144; SCHERHORN S.221.

494 Vgl. OFTINGER S.265 ff.

gläubigkeit oder auch das schuldhafte Unterlassen einer Ueberprüfung der ihm erteilten Informationen ⁴⁹⁵.

Dies darf aber nicht darauf hinauslaufen, dass das Vertrauen in die Auskunft überhaupt wieder zum Selbstverschulden des Investors wird ⁴⁹⁶.

Um die Annahme eines solchen Verschuldens zu rechtfertigen, muss es sich um widersprüchliche Angaben handeln oder um solche Informationen, deren Unrichtigkeit dringend naheliegt, was der Anleger erkennt oder hätte erkennen müssen ⁴⁹⁷.

Schliesslich zeigt ein Vergleich mit der Prospekthaftung gemäss OR 1156/752 auch die Schwäche der Haftung nach OR 41.

Im Falle der Prospekthaftung kann der Investor bei der Beweisführung -aufgrund des Prospektzwanges- auf den Inhalt des vorliegenden schriftlichen ⁴⁹⁸ Prospektes oder eben schon schlichtweg auf das tatsächliche Fehlen eines solchen abstellen, OR 41 eröffnet ihm diese Möglichkeit nicht ⁴⁹⁹.

II. DRITTER

Kommen Angaben von dritter Seite, kann nicht mehr mit dem speziellen Fall einer culpa in contrahendo operiert werden.

Es fragt sich nun, ob unabhängig vom Inbeziehungtreten zweier Parteien eine allgemeine Pflicht besteht, "bei niemandem berechtigtes Vertrauen zu wecken und zu täuschen" ⁵⁰⁰.

Die Bundesgerichtspraxis scheint ein bestehendes Vertrauensverhältnis, aus dem die verletzten Pflichten fliessen, nicht vorauszusetzen. Vielmehr wird richtigerweise von einer "gegenüber jedermann bestehenden und durch ein Gebot der Wahrung von Treu und Glauben konkretisierten Pflicht ausgegangen" ⁵⁰¹. Durch die Erweckung und Täuschung

495 So zutreffend M. KUHN, Die Haftung aus falscher Auskunft und falscher Raterteilung, in: SJZ 82(1986) 354.

496 I.d.S. GAEDE S.135; ZIEGLER, Anlageberatung, S.106.

497 PAUL S.160; ZIEGLER, Anlageberatung, S.106.

498 ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N19.

499 Vgl. i.d.S. SHZ 13.06.1985; sodann dazu hinten S.116 f.

500 M. KUHN (zit. Anm.495) S.353.

501 M. KUHN, Die Haftung aus falscher Auskunft und falscher Raterteil-

berechtigten Vertrauens verletzt demnach jedermann ZGB 2, womit Widerrechtlichkeit i.S.v. OR 41 wohl zurecht behauptet wird⁵⁰². Im übrigen verweise ich auf meine Ausführungen zur culpa in contrahendo⁵⁰³.

H WEGBEDINGUNG DER HAFTUNG

Die Haftung kann durch vertragliche Einigung, die mittels Auslegung auf der Basis des Vertrauensprinzipes ermittelt wird, beschränkt werden. Dies hat sowohl für die Wegbedingung vertraglicher als auch ausservertraglicher Haftung Geltung. Ihre Grenzen findet die Vertragsfreiheit vor allem in OR 100/101, und zwar hinsichtlich beider Anspruchsarten⁵⁰⁴.

OR 100 lässt die Beschränkung der Haftung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit zu, OR 101 erlaubt die Wegbedingung jeder Verschuldensform für Hilfspersonen.

In beiden Fällen bedingt die Zulässigkeit solcher Beschränkungen, dass weder ein Dienstverhältnis zwischen den Vertragspartnern vorliegt noch die Haftung aus dem Betrieb eines konzessionierten Gewerbes folgt⁵⁰⁵. Das Bestehen eines Arbeitsverhältnisses -die Wendung "Dienstverhält-

lung, in: SJZ 82(1986) 353; vgl. sodann BGE 41 II 77 ff. 82; BGE 57 II 85 ff; ferner dazu W. FISCHER, Dritthaftung für falsche freiwillige Auskünfte, Eine rechtsvergleichende Untersuchung hinsichtlich der Haftungsbegründung und -voraussetzungen anhand der deutschen und schweizerischen höchstrichterlichen Rechtsprechung, in: ZVglRWiss 83(1984) 22 ff, insbesondere auch 24 Anm.147 u. 25 Anm.151; NIETLISPACH S.64; vgl. sodann A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987.

502 Vgl. ebenso M. KUHN (zit. Anm.501) S.353 u. die in Anm.62 zit. Literatur und Judikatur.

503 Vgl. vorne S.94 ff.

504 Wobei m.E. für die ausservertragliche Haftung eine analoge Anwendung in Frage kommt, vgl. so auch M. KUHN (zit. Anm.501) S.355. Vgl. sodann OFTINGER S.466 f, 489 f; KELLER/SCHOEBI S.198; CUENDET S.201 ff; BECKER, Vorbemerkungen zu Art.41-61 N18; SCHOENLE S.401; NIETLISPACH S.91 ff; SUHR S.38; LOERTSCHER S.121 f.

A.M. E. BAUMANN, Die Verantwortlichkeit bei Auskunftserteilung bei besonderer Berücksichtigung des Berufsgeheimnisses, in: ZBGR 20(1939) 65 ff, 121 ff; GAUTSCHI, Festgabe OFTINGER, S.14; die bei SCHOENLE S.401 Anm.60 zit. Autoren.

505 Gemäss OR 100 II ist eine Wegbedingung überhaupt nicht mehr zulässig, gemäss OR 101 III nur noch für leichte Fahrlässigkeit möglich.

nis" bezieht sich auf die Haftung des Arbeitgebers ⁵⁰⁶ - zwischen dem Kapitalnehmer bzw. seinem Vermittler und dem Anleger fällt offenkundig ausser Betracht. Zu prüfen bleibt, ob wir es mit einem obrigkeitlich konzessionierten Gewerbe zu tun haben.

Das Augenmerk richtet sich diesbezüglich primär einmal auf die bei der Emission involvierten Banken. Sie bedürfen vor ihrer Betriebsaufnahme einer Bewilligung nach BaG 2, d.h. einer sogenannten Polizeierlaubnis ⁵⁰⁷.

Das Bundesgericht geht grundsätzlich vom Erfordernis einer Konzession im technisch öffentlich-rechtlichen Sinne aus ⁵⁰⁸. Es ist der Kritik der neueren Lehre aber durchaus aufgeschlossen, insbesondere wenn die Bestimmungen zeitgemäss ausgelegt würden ⁵⁰⁹.

Die Meinung der jüngeren Lehre geht dahin, dass der Begriff der obrigkeitlichen Konzession in einem weiten zivilrechtlichen Sinne zu verstehen und darunter auch die -verwaltungsrechtliche- Polizeierlaubnis zu subsumieren sei ⁵¹⁰. Demnach ist es Banken verwehrt, für sich irgendeine Verschuldensform auszuschliessen oder die Haftung für mindestens fahrlässiges Verschulden ihrer Hilfspersonen wegzubedingen.

Bei Privatplacierungen von Notes ausländischer Schuldner wird in den Memoranden durchwegs die Wendung aufgedruckt, eben dieses Memorandum stelle weder einen Prospekt noch ein öffentliches Zeichnungsangebot im Sinne von OR 1156 dar und es werde jede Verbindlichkeit für darin enthaltene Angaben abgelehnt ⁵¹¹. Ob es sich um eine öffentliche Emission handelt und ob ein Prospekt i.S.v. OR 1156 vorliegt, kann m.E. nicht durch eine solche Bezeichnung determiniert werden, und zwar ähnlich wie die Ueberschrift "Kaufvertrag" ein bestimmtes Rechtsverhältnis

506 Vgl. KELLER/SCHOEBI S.198.

507 BÖDMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.3-3ter N3.

508 BGE 109 II 119 f.

509 BGE 109 II 120 E2b.

510 So FORSTMOSER, AGB, S.26; NOBEL S.289 f mit weiteren Nachweisen; LOERTSCHER S.162; STOCKAR, AGB, S.25 f; M. KUHN, Die Haftung aus falscher Auskunft und falscher Raterteilung, in: SJZ 82(1986) 354; i.d.S. auch bereits schon OSER/SCHOENENBERGER, Kommentar zu Art.100 N5.

A.M. KLEINER, AGB, S.14 f; ebenso gegen eine Ueberdehnung SPIRO S.353 ff.

511 Vgl. dazu vorne S.67; nun Anhang B.

nicht einfach zu einem Kaufvertrag macht. Weisen die Umstände auf eine öffentliche Emission hin ⁵¹², ist sie als solche zu qualifizieren. Weisen die Umstände beim Vorliegen eines Dokumentes auf ein i.S.v. OR 1156 geartetes hin ⁵¹³, führt dies auch zu den entsprechenden Konsequenzen. Besteht eine Pflicht zur Information und zu deren Richtigkeit ⁵¹⁴, steht sodann die Wegbedingung der diesbezüglichen Haftung zur Diskussion, womit wir beim zweiten Punkt hinsichtlich der fraglichen Memoranden angelangt sind. Folgt man der jüngeren Lehre zu OR 100 II bzw. 101 III ⁵¹⁵, so ist eine solche Haftung -immer vorausgesetzt, es bestehe überhaupt eine Informationspflicht im dargelegten Sinne-, wohl nicht zulässig ⁵¹⁶.

Im weiteren muss nun erörtert werden, wie sich die Rechtslage bei Unternehmen verhält, die für ihren Betrieb keiner Polizeierlaubnis bedürfen -zu denken wäre insbesondere an Finanzgesellschaften im Parabankenbereich.

Neben OR 100 II bzw. 101 III sind einmal die weiteren allgemeinen Gültigkeitsvoraussetzungen für Verträge anzuführen ⁵¹⁷. Es fragt sich sodann, ob nicht in ZGB 2 eine Schranke der Wegbedingung der Haftung liegt ⁵¹⁸.

M.E. führt in erster Linie eine zeitgemässe Auslegung von OR 100 II / 101 III -wie sie das Bundesgericht auch selbst anspricht ⁵¹⁹ - zum Ziele.

⁵¹² Vgl. vorne S.17 ff.

⁵¹³ Vgl. vorne S.79 ff.

⁵¹⁴ Vgl. vorne S.76 ff.

⁵¹⁵ Dies auch insbesondere im Hinblick darauf, dass aufgrund der positiven Aufnahme durch das Bundesgericht in BGE 109 II 119 f für die Zukunft ernsthaft mit einer Aenderung der Rechtsprechung gerechnet werden muss; vgl. NOBEL Ergänzungsband S.149; S. ZIMMERMANN, Die Haftung der Bank aus Verwaltungsauftrag, in: SJZ 81(1985) 137, 142.

⁵¹⁶ Wobei sich eine Nichtigkeitserklärung im Falle von OR 100 II nach richterlichem Ermessen richtet.

Damit stellt sich gleich auch die Frage der Zulässigkeit und Gültigkeit der entsprechenden Bestimmung in der Vereinbarung betreffend das Informationswesen bei Privatplacierungen, vgl. vorne S.65 ff.

⁵¹⁷ Nach OR 19 II die öffentliche Ordnung, die guten Sitten und das Recht der Persönlichkeit sowie nach OR 20 (neben den abermals genannten guten Sitten) die Unmöglichkeit oder Widerrechtlichkeit des Vertragsinhaltes; vgl. auch SPIRO S.355 Anm.25.

⁵¹⁸ Vgl. SCHÖENLE S.402 f; LOERTSCHER S.238 f; M. KUHN, Die Haftung aus falscher Auskunft und falscher Raterteilung, in: SJZ 82(1986) 354.

Die ratio legis einer strengeren gesetzlichen Regelung für obrigkeitlich konzessionierte Gewerbe liegt nach Ansicht des obersten Gerichtes im Schutz desjenigen, der einem Partner mit Monopolstellung gegenübersteht ⁵²⁰. Den konsequenten Schluss daraus, nämlich Unternehmen mit einer solchen Monopolposition schlechthin der gesetzlichen Regelung von OR 100 II / 101 II zu unterstellen, d.h. auch dann, wenn sie kein konzessioniertes Gewerbe betreiben, hat das Bundesgericht aber bis heute nicht gezogen ⁵²¹.

Im Hinblick auf Sinn und Zweck dieser Normen scheinen mir folgende Gedanken richtungsweisend. Die vom Bundesgericht angeführte Monopolposition lässt eigentlich nichts anderes als ein Abhängigkeitsverhältnis erkennen. Abhängigkeit kann aber ausser in einer Monopol- doch auch in einer Vertrauensstellung liegen. Die Tendenz der jüngeren Lehre stösst auch schon in diese Richtung, kann doch gerade eine bestimmte Polizeierlaubnis -denkt man an die polizeilichen Güter im öffentlichen Recht- in Vertrauensschutzüberlegungen ihre Grundlage haben ⁵²². Ebenso in diese Richtung führt wohl die Auffassung GAUTSCHI's ⁵²³, dass im Falle anwendbaren Auftragsrechts das nach OR 398 f -als lex specialis zu OR 100 f- vorgesehene Sorgfaltsmass durch Vertragsvereinbarung weder eingeschränkt noch wegbedungen werden kann. Handelt es sich um die Ausübung verantwortungsvoller Berufe, die nach öffentlichem Recht eines Fähigkeitsausweises bedürfen, mag dieser Ansicht noch zugestimmt werden. Soweit scheint die Sachlage nämlich wieder kongruent mit dem Tatbestand von OR 100 II / 101 III, weil der Schuldner dann regelmässig ein hoheitlich konzessioniertes

519 Vgl. BGE 109 II 120 E2b.

520 BGE 71 II 239; BGE 91 I 223.

Darin liegt auch die Begründung, weshalb diese Ordnung nicht gilt, wenn konzessionierte Unternehmungen -ohne Abhängigkeitsverhältnis- unter sich Verträge schliessen.

521 So SPIRO S.354; vgl. dazu BGE 94 II 207 f.

522 Und nicht nur dazu geeignet sein, eine solche zu begründen.

Vgl. zur Untergrabung einer Vertrauensstellung durch Wegbedingung der Haftung bereits schon OSER/SCHOENENBERGER, Kommentar zu Art.100 N105.

523 GAUTSCHI, Kommentar zu Art.395 N73a ff; a.M. aber die herrschende Lehre und Praxis, vgl. ZIEGLER, Anlageberatung, S.124 insbesondere Anm.3.

Gewerbe -mindestens i.S. der jüngeren Lehre- ausübt ⁵²⁴. Die ratio legis ist darin zu erblicken, dass eine Ausnützung der Abhängigkeit im Bereich der Wegbedingung einer Haftung verhindert werden soll.

Im Falle einer Privatplacierung fliesst diese Abhängigkeit aus dem Bestehen eines starken Vertrauensverhältnisses ⁵²⁵. Es bleibt damit auch einem weder im technischen Sinne Konzessionierten noch an eine Polizeierlaubnis Gebundenen verwehrt, seine Haftung überhaupt und diejenige für seine Hilfspersonen für mehr als leichte Fahrlässigkeit gemäss OR 100 II bzw. 101 III zu beschränken ⁵²⁶.

I FAZIT

Resümiert man die oben ausgeführten Ueberlegungen und Ergebnisse zur Haftung gegenüber dem Investor im Hinblick auf Privatplacierungen, kann folgendes festgehalten werden.

Einerseits bestehen zwar Normen, diese sind aber im Falle der Privatplacierung nicht anwendbar (OR 1156/752) oder beziehen sich nur auf ganz bestimmte Tatbestände (OR 753). Im weiteren ist der Personenkreis der Verantwortlichen zum Teil eingeschränkt (OR 754) oder die Haftung ergibt sich nur für Emissionen schweizerischer Aktiengesellschaften (OR 752/753/754). Sodann ist in anderen Fällen eine Klage zwar möglich, aber diese kann teilweise nicht auf Schadenersatz gerichtet sein (UWG 2 II, nUWG 10 I/OR 24 I Ziff.4). Ferner kann eine kaufrechtliche Rechts- und Sachgewährleistung nur im Falle zugesicherter Bonität in Betracht gezogen werden. Endlich stellt die Darlegung des verpflichtenden Vertrages den Anleger teilweise vor nicht unbeachtliche Schwierigkeiten (Auftragsverhältnis im Hinblick auf Rat/Auskunft), oder es besteht zwar eine klare Informationspflicht, er kann sich aber als Dritter nicht darauf berufen (Bankenvereinbarung), hat die Schwierigkeiten eines Dolusnachweises zu überwinden (OR 28) oder der Beweis fehlender bzw. unrichtiger Angaben gibt -in Ermangelung eines schrift-

524 I.d.S. M. KUHN, Die Haftung aus falscher Auskunft und falscher Raterteilung, in: SJZ 82(1986) 355.

525 Vgl. vorne S.72 ff.

526 I.d.S. -zwar für Deutschland- vgl. H.-D. ASSMANN, Die Entwicklungstendenzen der Prospekthaftung, in: WM 1983 142 f.

lichen Dokumentes aufgrund eines Prospektzwanges- Probleme auf (OR 41).

Andererseits stellt die Berufung auf Grundlagenirrtum m.E. ein taugliches Mittel in der Hand des Investors dar. Vor allem aber scheint mir die Herleitung einer Informationspflicht sowie der entsprechenden Haftung für Bestand und Korrektheit der Angaben aus culpa in contrahendo -gegenüber Vertragspartnern- bzw. einer Haftung aus unerlaubter Handlung -gegenüber Dritten-, die sich dadurch ergibt, dass berechtigtes Vertrauen erweckt und getäuscht wird, im Hinblick auf den privaten Charakter der Privatplacierung adäquat und ausreichend. Die dieser Emissionsart eigene Individualität ist hier für den Anlegerschutz wegweisend und muss massgebend bleiben. Ebenso meine ich, dass die Einschränkung des Haftungsausschlusses im dargelegten Sinne den tatsächlichen Verhältnissen und Schutzüberlegungen in angemessener Weise Rechnung trägt.

§ 13 EXKURS: GELTENDE STEUERRECHTLICHE BEHANDLUNG VON NOTES

A STEMPELABGABEN

Der Bund erhebt gemäss dem geltenden Stempelgesetz ⁵²⁷ eine Emissionsabgabe, eine Umsatzabgabe und eine Abgabe auf Versicherungsprämien. "Alle Stempelabgaben knüpfen an Vorgänge des Kapitalverkehrs an." ⁵²⁸

Gegenstand der Emissionsabgabe sind Beteiligungsrechte gemäss StG 5 I, womit eine solche für Notes ausser Betracht fällt. Ebenso stellen Notes offenkundig keine Versicherungsprämien dar. Die Umsatzabgabe hingegen erfasst nicht nur den Handel mit Wertschriften, sondern daneben auch das Emissionsgeschäft, soweit dieses nicht bereits der Emissionsabgabe unterliegt ⁵²⁹.

In der vorliegenden Arbeit wird die Ansicht vertreten, dass es sich bei Notes um Anleiheobligationen im rechtlichen Sinne handelt ⁵³⁰. Eine steuerbare Urkunde im Sinne der Umsatzabgabe finden wir nach StG 13 II im Vorliegen einer in- oder ausländischen Obligation. Der Begriff der Obligation wird in der Praxis der Eidgenössischen Steuerverwaltung sehr weit umschrieben. So fallen darunter "schriftliche, auf feste Beträge lautende Schuldanerkennungen, die zum Zwecke der kollektiven Mittelbeschaffung in mehreren Exemplaren ausgegeben werden" ⁵³¹. Das Vorliegen eines Wertpapiers ist nicht Bedingung. Die Qualifikation als Anleiheobligation insbesondere wird von der Steuerverwaltung davon abhängig gemacht, ob ein Schuldner bei mehr als zehn Anlegern zu gleichen Bedingungen Kapital aufnimmt, d.h. mit anderen

⁵²⁷ Bundesgesetz vom 27. Juni 1973 über Stempelabgaben (StG); zugehörige Verordnung vom 3. Dezember 1973 (StV).

Zur allgemeinen Regelung im schweizerischen Kapitalmarkt de lege ferenda, vgl. H.F. VOEGELI, Steuerliche Aspekte des Kapitalmarktes, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38 (1986), Sonderheft, 134 i.V.m. 132; sodann die am 17.12.1986 an den BUNDESRAT überwiesene Motion von Nationalrat SCHUELE.

⁵²⁸ STOCKAR, Stempelabgaben und Verrechnungssteuer, S.14.

⁵²⁹ STOCKAR, Stempelabgaben und Verrechnungssteuer, S.20.

⁵³⁰ Vgl. vorne S.54.

⁵³¹ H.F. VOEGELI (zit. Anm.527) S.134 i.V.m. 132.

Worten, es wird darauf abgestellt, wieviele Urkunden vorhanden sind ⁵³².

Im weiteren muss nun das Eigentum an einer solchen Urkunde entgeltlich übertragen werden und ein inländischer Effektenhändler als Vermittler oder Vertragspartei an diesem Geschäft beteiligt sein ⁵³³. Dies bedeutet, dass eine Abgabe im Rahmen der Festübernahme sowohl für die Festübernahme selbst als auch für die Weiterveräußerung an das Publikum geschuldet ist ⁵³⁴.

Die Emissionsform kann daher die Summe der Umsatzabgabe beeinflussen. Die Art der Emission von Notes hingegen -d.h. privat oder öffentlich im Sinne dieser Arbeit verstanden ⁵³⁵ - spielt dabei grundsätzlich keine Rolle. Massgebend ist diesbezüglich allein die Zahl der vorhandenen Urkunden ⁵³⁶.

B VERRECHNUNGSSTEUER

Die Verrechnungssteuer erfasst nach VStG 4 I unter anderem auch Kapitalerträge -d.h. vor allem Zinsen- aus inländischen Obligationen. Zur Umschreibung solcher Obligationen kann auf das zur Stempelabgabe Ausgeführte verwiesen werden ⁵³⁷. "Als Inländer gilt, wer im Inland Wohnsitz, dauernden Aufenthalt oder statutarischen Sitz hat oder als Unternehmen im inländischen Handelsregister eingetragen ist. Inländer im Sinne des Verrechnungssteuerrechts sind aber auch juristische Personen oder Handelsgesellschaften ohne juristische Persönlichkeit, die ihren statutarischen Sitz zwar im Ausland haben, jedoch tatsächlich im Inland geleitet werden und hier eine Geschäftstätigkeit ausführen" ⁵³⁸.

Notesschuldner, welche einen dieser Tatbestände erfüllen, sind darum steuerpflichtig. Geht es um Notes ausländischer Schuldner -und zwar

532 H.F. VOEGELI, Steuerliche Aspekte des Kapitalmarktes, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 132.

533 Dazu STOCKAR, Stempelabgaben und Verrechnungssteuer, S.21 f.

534 STOCKAR, Stempelabgaben und Verrechnungssteuer, S.26 weist hier insbesondere auch auf Notesemissionen hin.

535 Vgl. vorne S.17 ff.

536 Vgl. H.F. VOEGELI (zit. Anm.532) S.132.

537 Vgl. vorne S.138; sodann H.F. VOEGELI (zit. Anm.532) S.132.

538 STOCKAR, Stempelabgaben und Verrechnungssteuer, S.32.

ausländisch im Sinne dieser Regelung-, wird eine Verrechnungssteuer nicht geschuldet, was natürlich zur Attraktivität dieser Papiere in starkem Masse beiträgt.

5. KAPITEL BEHANDLUNG DE LEGE FERENDA

§ 14 NOTWENDIGKEIT EINES WEITERREICHENDEN ANLEGRERSCHUTZES BEI DER EMISSION VON NOTES

Schon relativ früh war feststellbar, dass die Tendenz, für Notes in der Öffentlichkeit zu werben, immer stärker zunahm und -nimmt. Wenn auch noch nicht gleich in offener Art und Weise eigentliche öffentliche Werbung betrieben wurde, so "half man doch nach", die Papiere zu verkaufen⁵³⁹.

Seit der Aufhebung des Publizitätsverbotes im Jahre 1982⁵⁴⁰ durch die Nationalbank tauchen Emissionsmitteilungen vermehrt nicht mehr nur im nachhinein, sondern auch der Placierung vorgängig in der Presse auf. Potentielle Anleger werden mit "Werbeprospekten" angesprochen und man findet zum Teil Inserate in prospektähnlicher Aufmachung⁵⁴¹.

Beim grössten Teil der Notesemissionen kann heute nicht mehr von Privatplacierungen im eigentlichen Sinne gesprochen werden. Richtig privat emittiert werden diese Titel nur noch in den seltensten Fällen. De facto liegt eine öffentliche Placierung vor⁵⁴², welche einem breiteren Kreis von privaten Anlegern zugänglich wird⁵⁴³.

Die Publizität an sich ist zurecht begrüssenswert, bringt sie doch mindestens mehr Transparenz in diesen Markt⁵⁴⁴. Die gleichzeitigen

⁵³⁹ Vgl. BLICK DURCH DIE WIRTSCHAFT 16.08.1973.

⁵⁴⁰ Vgl. vorne S.37.

⁵⁴¹ Vgl. die unzähligen Beispiele in der Tages- und Finanzpresse; sodann beispielsweise die fragliche Inseratenwerbung der "Creative" in NZZ 25.04.1986 und die entsprechende Reaktion der Zeitungsredaktion, in: NZZ 26./27.04.1986; auch SHZ 09.01.1986; ferner dazu Jahresbericht EBK 84 S.36 f.; K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 117 f.; auch BOEMLE, Wertpapiere, S.73 spricht von einer Grenzverwischung.

⁵⁴² Vgl. P. LANGUETIN, Referat an der GV der SNB, in: Quartalsheft SNB 2/85 S.138 ff.; sodann BOLLMANN S.140; HAEMMERLI S.342, 346; MERZ, Notes, S.6 sieht Unterschiede nur noch im Sekundärmarkt (Kotierung); vgl. ferner FuW 13.07.1985; SHZ 13.06.1985; so werden Privatplacierungen auch beispielsweise in den Statistiken der SNB seit dem letzten Liberalisierungsschritt vom 29. Mai 1986 nicht mehr separat aufgeführt, vgl. Quartalsheft SNB 2/86 S.137.

⁵⁴³ Vgl. vorne S.40.

⁵⁴⁴ U.a. BLICK DURCH DIE WIRTSCHAFT 21.04.1983.

Abgrenzungsbemühungen der Banken zur öffentlichen Emission scheinen mir aber mitunter fraglich ⁵⁴⁵. Zur Aufstellung eigentlicher, wirklicher Prospekte konnten sich nur wenige entschliessen ⁵⁴⁶.

Bis heute wurde ganz einfach unter dem Mantel der Privatplacierung öffentlich emittiert ⁵⁴⁷. Es geht nicht an, die Charakteristik sowie die Vorteile einer öffentlichen Emission in Anspruch zu nehmen und gleichzeitig an den Bedingungen und Konsequenzen der Privatplacierung -insbesondere was Informationspflicht und Haftung betrifft- festzuhalten.

Eine klare Trennung zwischen öffentlich- und privatplacierten, d.h. zwischen auf eine unechte bzw. echte Art und Weise privat emittierten Notes ist vonnöten, damit auch die der Emissionsart adäquate Informationspflicht und Haftung Platz greifen kann ⁵⁴⁸. Je mehr der Grad der Intensität eines Kapitalnehmers bzw. der beteiligten Institute, sich auf eine öffentliche Art und Weise zu finanzieren, steigt, umso mehr müssen diese auch im Hinblick auf ihre Informationsbereitschaft öffentlich werden und dafür entsprechend einstehen.

Die Marktmechanismen würden dadurch in keiner Hinsicht behindert. Im Gegenteil dürfte die Transparenz erhöht sowie die Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Finanzmarktes gefördert werden ⁵⁴⁹. Ein solches Vorgehen schafft und erhält Vertrauen.

545 I.d.S. M. LUSSE anlässlich des Herbstpressegesprächs der SNB in Bern, besprochen in: SHZ 01.11.1984.

546 BLICK DURCH DIE WIRTSCHAFT 21.04.1983; nun Anhang B.

547 Vgl. ebenso K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 118.

548 Allgemein für einen weiterreichenden Anlegerschutz im Notes-Bereich F. LEUTWILER, Referat an der GV der SNB, in: Quartalsheft SNB 2/84 S.52 ff; vgl. sodann BOEMLE, Wertpapiere, S.73; P. LANGUETIN, Referat an der GV der SNB, in: Quartalsheft SNB 2/85 S.138 ff; HAEMMERLI S.368; A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987; i.d.S. SHZ 10.07.1985; NZZ 18.10.1985; vgl. ferner KREDITWESSEN 14(1985) 655; BLICK DURCH DIE WIRTSCHAFT 20.06.1985.

Es gibt keine Zwischenarten, so auch MERZ, Notes, S.9.

549 P. LANGUETIN, Referat an der GV der SNB, in: Quartalsheft SNB 2/85 S.138 ff.

Der oft angeführte Einwand, "Unglücksfälle" kämen selten vor⁵⁵⁰, mag zwar bis anhin zutreffen⁵⁵¹, kann die rechtlich relevanten Unterschiede zwischen öffentlicher und privater Placierung keineswegs aus dem Wege räumen und vermag ebensowenig Angaben zur Ergiebigkeit eines emissionsrechtlichen Anlegerschutzes zu liefern⁵⁵². Zudem geht es doch auch darum, künftige Entwicklungen im Auge zu behalten⁵⁵³.

Ebenso liegt es selbstverständlich auf der Hand, dass eine eventuell bestehende vertragliche Bankgarantie dem Anleger schliesslich mehr nutzen kann⁵⁵⁴. Nur kann und soll es hier eben -wie schon erwähnt⁵⁵⁵- nicht um die Ausschaltung der Bonitätsrisiken bei Privatplacierungen durch Leistungssicherung, sondern einzig um die Sicherung der Möglichkeit eines sachgerechten Anlageentscheides gehen.

Leider kann auch eine Untersuchung, ob der Investor mit oder ohne verankertem Anlegerschutz besser gefahren ist, kein schlüssiges Ergebnis liefern, da ein gewisser Schutz bei Emissionen im alten Obligationenrecht bereits verankert war⁵⁵⁶.

Man muss sich im weiteren aber zusätzlich fragen, ob selbst das bestehende Informationsausmass von OR 1156/651 für öffentliche Emissionen den heutigen komplexen Verhältnissen eines Kapitalmarktes -insbesondere beim Vorherrschen ausländischer Notesschuldner- noch gerecht zu werden vermag⁵⁵⁷. Zudem findet OR 1156 zwar auf ausländischen

550 U.a. WALL STREET JOURNAL 05.02.1985.

551 Vgl. aber immerhin bezüglich Notes in neuerer Zeit die Konkurse von Eidai House, Ozawa Shokai und insbesondere Riccar, dazu SHZ 02.08.1984; sodann auch die Schwierigkeiten bei People Express, vgl. SHZ 08.01.1987, und Dome Petroleum, vgl. WELTWOCH 23.10.1986 u. NZZ 17.11.1986 u. SHZ 08.01.1987 u. NZZ 04.02.1987. Zur Prospekthaftung in neuerer Zeit vgl. die Fälle Orion, Ornapress, Küderli, Rheintaler Gasverbund und kürzlich Orsat, dazu SHZ 10.07.1985 u. SHZ 08.01.1987 u. NZZ 19.02.1987; sodann für Deutschland, vgl. FuW 15.08.1985.

552 Ebenso HAEMMERLI S.367.

553 Vgl. dazu vorne S.38 ff.

554 Vgl. u.a. SHZ 02.08.1984.

555 Vgl. vorne S.98.

556 HAEMMERLI S.367; vgl. sodann entsprechende Untersuchung für die USA bei STIGLER p.82 ff.

557 I.d.S. Antwort des BUNDESRATES vom 16.10.1985 auf die einfache Anfrage von Nationalrat SCHUELE: "Der Bundesrat würde es sehr begrüßen, wenn die so verlangten Informationen über die minimalen gesetzlichen Angaben hinausgingen".

dische Schuldner Anwendung, das Risiko eines ausländischen Gerichtsstandes aber, dessen internationales Privatrecht auf das eigene Recht verweist, ist damit nicht gebannt. Die tatsächliche Anwendung von OR 1156 dürfte deshalb bei Selbstemissionen in der Praxis doch oft ausbleiben⁵⁵⁸. Bei Festübernahmen bzw. kommissionsweiser Placierung hingegen steht ein schweizerischer Gerichtsstand durchaus zur Verfügung, da sich die Klage dann wohl primär gegen die beteiligten Institute richtet.

Schliesslich stellt sich im Zusammenhang mit der Problematik der bilanzneutralen Aktivitäten und der Finanzgesellschaften⁵⁵⁹ noch die vitale Frage nach dem vorhandenen Haftungssubstrat, welche das ganze Emissionsgeschäft berührt.

Die Schaffung eines eigentlichen **Kapitalmarktgesetzes** aber, wie etwa in den USA und England, scheint mir für schweizerische Verhältnisse nicht angezeigt⁵⁶⁰, hält sich die Zersplitterung des Kapitalmarktrechtes doch noch in einem überblickbaren Rahmen. Eher führt eine kapitalmarktrechtliche Auslegung der verschiedenen Normen -wie vorne ausgeführt⁵⁶¹ - zum Ziele.

Im folgenden sollen Möglichkeiten und Wege aufgezeigt und zur Diskussion gestellt werden, wie man diesen Investorschutzanliegen im Hinblick auf Notesemissionen i.S.v. echten, tatsächlichen bzw. unechten, nur als solche bezeichneten, Privatplacierungen Rechnung tragen könnte. Die Ausführungen möchten sich nicht als Forderungen, sondern als Beiträge zur Problemlösung verstanden wissen.

558 Zu dieser Regelungslücke ebenso A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987.

559 Vgl. vorne S.38 ff.

560 Vgl. dazu K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 101 ff, 115.

561 Vgl. vorne S.80 f.

§ 15 MOEGLICHKEITEN EINES WEITERREICHENDEN ANLEGERSCHUTZES

A PRIVATPLACIERTE NOTES I.S. EINER ECHTEN, TATSAECHLICHEN PRIVATPLACIERUNG

Die Ansatzpunkte der folgenden Ueberlegungen finden sich in der Publizität. Unter Publizität versteht man die Offenlegung von Unternehmensdaten ⁵⁶². Diese weist verschiedene Stufen auf ⁵⁶³. Im vorliegenden Falle geht es um die Emissionspublizität, d.h. die Frage der Offenlegung anlässlich einer Placierung von Effekten.

Die Abstufung hat sich m.E. an der Verschiedenheit des angesprochenen Personenkreises zu orientieren, womit die Kriterien der Differenzierung private/öffentliche Emission ⁵⁶⁴ wiederum massgebend werden.

Hier betrachten wir Notes, die tatsächlich auf eine echte Art und Weise privatplaciert werden. Publizität nun im Sinne einer Offenlegung von Unternehmensdaten an eine breite Oeffentlichkeit schliesst sich aufgrund der Natur dieser Emissionsart grundsätzlich aus. Der private Charakter einer solchen Placierung soll ja gerade legitimerweise ermöglichen, dass mittels Durchführung einer Emission Kapital aufgenommen werden kann, ohne dass gewisse Informationen zwangsläufig der Konkurrenz oder sonstigen Dritten zu Ohren kommen ⁵⁶⁵. Neben der Vertraulichkeit ist auch an die Flexibilität und die Aufwandminderung zu denken ⁵⁶⁶, alles Vorteile, welche die Natur der Nichtöffentlichkeit mit sich bringt.

Dies entbindet den Kapitalnehmer und das involvierte Institut aber nicht von einer dem privaten Charakter entsprechenden Publizität, welche als Konsequenz ebenso entsprechende Informationspflicht und Haftung

⁵⁶² B. WEBER/J. WOHLFARTH, Publizitätspflichten im Bilanz- und Börsenrecht, in: Betriebs-Berater 41(1986) 699; vgl. dazu auch den treffenden Ausspruch von Justice BRANDEIS, zit. bei L. LOSS, Schutz der Kapitalnaleger, in: ZHR 129(1967) 208: "Sonnenlicht soll das beste Desinfektionsmittel sein; elektrisches Licht die wirksamste Polizei".

⁵⁶³ B. WEBER/J. WOHLFARTH (zit. Anm.562) sprechen ebenso von Publizitätsstufen.

⁵⁶⁴ Vgl. vorne S.17 ff.

⁵⁶⁵ Vgl. vorne S.63.

⁵⁶⁶ Vgl. vorne S.62 f.

bedingt. Bei voller Ausschöpfung der bestehenden Möglichkeiten existiert hier -wie vorne ausgeführt⁵⁶⁷ -, bereits ein adäquater Schutz des Anlegers. Es kann nicht darum gehen, zu verhindern, dass der Investor sich selbst zum Narren macht. Es gilt nur, ihn davor zu schützen, dass er von anderen zum Narren gemacht wird⁵⁶⁸.

Damit drängt sich m.E. auch keine generelle Prospektpflicht auf⁵⁶⁹. Ebenso scheinen mir die Möglichkeiten, Privatplacierungen der Börse -und damit der Börsenpublizität- zuzuführen oder einer Aufsicht zu unterstellen, ein hier unangebrachtes Mittel des Anlegerschutzes darzustellen.

Vielmehr ist streng zu verhindern, dass öffentliche Emissionen durch die unzutreffende Bezeichnung als Privatplacierungen der gesetzlichen Prospektpflicht und -haftung entzogen werden⁵⁷⁰.

B PRIVATPLACIERTE NOTES I.S. EINER UNECHTEN, NUR ALS SOLCHE BEZEICHNETEN, PRIVAT-PLACIERUNG

I. PUBLIZITAET

Wiederum ist an die Publizitätsüberlegungen anzuknüpfen. Der öffentliche Charakter erlaubt es nun auch, Börsenkotierung, Prospektpflicht und Aufsicht in Betracht zu ziehen.

⁵⁶⁷ Vgl. vorne S.104 f.

⁵⁶⁸ Vgl. die treffende Formulierung aus dem Report of the (Canadian) Royal Commission on Price Spreads, zit. bei L. LOSS, Schutz der Kapitalanleger, in: ZHR 129(1967) 208: "das unveräußerliche Recht, sich selbst zum Narren zu machen"; vgl. auch WEBER I.1.2.1.

⁵⁶⁹ Ebenso Antwort des BUNDESRAtes vom 16.10.1985 auf die einfache Anfrage von Nationalrat SCHUELE; K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 118 f.

Für eine allgemeine Prospektpflicht hingegen GOWER, Investor Protection II, p.47: "offers of securities, whether to the public or not"; vgl. sodann JÜCKER S.40, der die Öffentlichkeit als Merkmal der Voraussetzung für einen Prospektzwang und Prospekthaftung fallenlassen möchte.

⁵⁷⁰ Ebenso Antwort des BUNDESRAtes vom 16.10.1985 auf die einfache Anfrage von Nationalrat SCHUELE.

II. BOERSENKOTIERUNG

Durch die Heranführung dieser Notes an die Börse würden Börsenprospektpflicht und eine gewisse Markttransparenz erreicht ⁵⁷¹. Zudem hätte man solche Papiere damit ebenso in den Einflussbereich der Zulassungsstelle für ausländische Wertpapiere gebracht, welche die ihr als qualitativ ungenügend oder zweifelhaft erscheinenden Aktien oder Anleihen von den schweizerischen Börsen fernhält ⁵⁷². Mit einem Schlag käme ein ganzes Massnahmenpaket dem Anlegerschutz entgegen.

Diese Möglichkeit scheint mir aber, obwohl sie vom Grundsatz her bestechend wirkt, insbesondere in drei Punkten problematisch. Zum einen kommt die Prüfung zu spät, denn der Anleger hat das Papier im Zeitpunkt der Zulassung bereits erworben.

Zum andern dürfte die Durchführbarkeit im System "à la criée" bereits seine Grenzen finden. Die Börse bildet beim heutigen Notesvolumen ⁵⁷³ darum einen unüberwindbaren Flaschenhals. Betrachtet man aber auf der anderen Seite die fortschreitende Elektronisierung im ganzen Wertpapierbereich, rückt die Realisierbarkeit wieder näher. Notes eignen sich ausgezeichnet für den "computerunterstützten Handel", welcher für die Zukunft wegweisend sein wird ⁵⁷⁴.

Schliesslich werden all jene Titel, die den Weg an die Börse nicht finden, auch nicht erfasst und ein eigentlicher Zwang zur Börsenkotierung fällt nach meinem Dafürhalten schon aus grundsätzlichen Ueberlegungen ausser Betracht. Der Entscheid, ein Wertpapier an einer Börse zu kotieren oder eben nicht, muss in der Autonomie des Kapitalnehmers bleiben.

III. ZIVILRECHTLICHE PROSPEKTPFLICHT UND -HAFTUNG

Das schweizerische Recht weist hingegen eine klare zivilrechtliche Prospektpflicht auf, der eine Emission nicht mittels Börsenabsenz

571 HAEMMERLI S.363.

572 Vgl. DER BUND 12.06.1984.

573 Vgl. vorne S.31 ff, insbesondere Anm.145.

574 Vgl. NZZ 11.12.1986 bezüglich Londoner Börse.

entfliehen kann.

Stellt die Placierung von Notes im konkreten Falle eine öffentliche Emission dar, so fällt diese bereits unter einen Prospektzwang und die Prospekthaftung von OR 1156 sowie den entsprechenden aktienrechtlichen Bestimmungen, unabhängig davon, ob man die Titel an die Börse führt oder nicht.

Die tatsächlichen Gegebenheiten können wohl einzig zum Schluss führen, den grössten Teil der Notesplacierungen als öffentliche Emissionen zu qualifizieren⁵⁷⁵. Der Mantel, die Verpackung "Privatplacierung" kann darüber nicht hinwegtäuschen. Solche Emissionen fallen in den Bereich von OR 1156/631/651/752⁵⁷⁶. Soweit kann man auf eine bereits bestehende Regelung zurückgreifen.

Zu bemängeln daran scheint mir aber der minimale vorgeschriebene Informationsgehalt. Angaben über das von der Norm geforderte Mass hinaus sind m.E. vonnöten, um dem Anlegerschutz in den heutigen wirtschaftlichen Verhältnissen gerecht zu werden⁵⁷⁷.

OR 1156 II verweist auf OR 651 und schreibt überdies noch Angaben über die Anleihebedingungen vor⁵⁷⁸. Was letzteres betrifft, ist die Aufzählung im Gesetz zwar nicht abschliessend -es spricht von "insbesondere"-, weitere Informationen zum Unternehmen selbst lassen sich darunter aber schwerlich subsumieren. Die Verweisung auf das Aktienrecht hilft hier -soweit ich sehe- auch nicht weiter. Der Gesetzgeber

⁵⁷⁵ Ebenso HAEMMERLI S.358. 360 ff; vgl. sodann vorne S.109 ff i.V.m 17 ff.

⁵⁷⁶ Und zwar i.S. einer direkten Anwendung dieser Normen; für eine analoge Anwendung von OR 1156 bei Notes K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 117, 119.

Der vielfach bereits geforderte Prospektzwang und die Prospekthaftung -vgl. u.a. SHZ 10.07.1985- sind damit erreicht.

Gegen einen Prospektzwang bei Notesemissionen hingegen N. SENN, zitiert in: SHZ 08.01.1987.

Das Bankgewerbe insgesamt scheint aber nicht so abweisend, vgl. SHZ 08.01.1987.

⁵⁷⁷ In dieser Richtung auch die Antwort des BUNDESRATES vom 16.10.1985 auf die einfache Anfrage von Nationalrat SCHUELE: "Der Bundesrat würde es sehr begrüßen, wenn die so verlangten Informationen über die minimalen gesetzlichen Angaben hinausgingen"; sodann HUBER S.18 f; HAEMMERLI S.24 f.

⁵⁷⁸ ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N8 ff.

hatte bei OR 651 unmissverständlich die Einfachheit der Prospekterfordernisse im Auge und hob "insbesondere hervor, dass die Angaben über den Geschäftsgang erfahrungsgemäss bedeutungslos sind" ⁵⁷⁹. Das Fallenlassen der Angabe einer Erfolgsgrundlage, d.h. derjenigen Informationen, nach denen sich der voraussichtliche Erfolg des Unternehmens beurteilt, und das Fehlen von Angaben über Zweck und Umfang der Gesellschaft sowie wirtschaftlicher Verknüpfungen wurde schon damals kritisiert. Dies vor allem insofern, "als es sich hier um die Anführung von Gegebenheiten des Unternehmens (objektiver Massstab), nicht um blossе Werturteile handelt" ⁵⁸⁰. Heute hat dieser Mangel nichts von seiner Aktualität eingebüsst, im Gegenteil erfordern die herrschenden wirtschaftlichen Verhältnisse wohl auch gerade solche Informationen, damit der Anleger einen sachgerechten Entscheid fällen kann.

Ginge es im weiteren allein um die Sicherung der Möglichkeit eines solchen Entscheides, könnte man den Investor doch auf die ebenso für die Privatplacierung geltende Informationspflicht und Haftung verweisen. Die durch OR 1156 erreichte Publizität zielt aber zusätzlich -wenn sich ein Kapitalnehmer eben schon an eine Öffentlichkeit wendet- auf die Prüfungsmöglichkeit einer breiten Öffentlichkeit inklusive Finanzpresse ab ⁵⁸¹. Sodann soll die Schriftlichkeit der geforderten Angaben ⁵⁸² die Beweislage des Investors vereinfachen. Der öffentliche Charakter der Emission, welche im Vergleich zum privaten Vertrieb "mehr an geschäftlichen Möglichkeiten, an Gefährdungspotential und damit auch an Pflichten impliziert" ⁵⁸³, rechtfertigt es darum, auch weitere Informationen über das jetzige Mass von OR 1156 hinaus zu fordern. Eine Revision in dieser Hinsicht dürfte doch angebracht sein ⁵⁸⁴.

579 HUBER S.19; Botschaft 1928 S.28.

580 HUBER S.19.

581 Was aber nicht als Publizierungspflicht in der Presse -wie vielfach, vgl. dazu SHZ 08.01.1986, missdeutet- verstanden werden darf.

582 Vgl. ZIEGLER, Kommentar zu Art.1156 N19.

583 K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 113.

584 Die aktuellen Revisionsbestimmungen zum Aktienrecht bringen in dieser Hinsicht keine Verbesserung, vgl. Botschaft Aktienrecht 1983 OR 652a I.

Schliesslich bedarf die Problematik eines ausländischen Gerichtsstandes ebenso einer weiteren Regelung.

Massgebend für die Anwendung von OR 1156 ist der schweizerische Emissionsort. Dieser Vorschrift sind darum auch ausländische Gesellschaften, die in der Schweiz eine Anleihe begeben, unterworfen⁵⁸⁵.

Damit die tatsächliche Anwendung von OR 1156 nun bei ausländischen Schuldner -mit anderen Worten der diesbezügliche Anlegerschutz- aber nicht illusorisch bleibt, könnte der Kapitalnehmer durch den Gesetzgeber gezwungen werden, in der Schweiz ein Domizil zu begründen⁵⁸⁶. So stände ein schweizerischer Gerichtsstand ebenso bei reinen Selbstemissionen zur Verfügung, die grundsätzliche Anwendbarkeit von OR 1156 auf ausländische Kapitalnehmer kann auch faktisch zum Zuge kommen. Die Schwierigkeiten der Vollstreckung bleiben hingegen bestehen. Eine Pflicht, entsprechende Vermögenswerte am -zwingenden- schweizerischen Domizil aufzuweisen, ist wohl kaum praktikabel und dürfte im Ergebnis auch wenig befriedigen. Die Eigenverantwortlichkeit mindestens im Hinblick auf das Bewusstsein des Vollstreckungsrisikos bei ausländischen Schuldnern kann dem Anleger schwerlich abgenommen werden.

IV. AUFSICHT

Aufsicht im Sinne einer Zulassungsstelle wurde bereits in den dreissiger Jahren über eine Vereinbarung für ausländische Wertpapiere an den schweizerischen Börsen geschaffen. Es stellt sich die Frage, ob es vom Grundsatz her überhaupt sinnvoll und für den Anleger wünschenswert ist, die Reichhaltigkeit des Wertpapierangebotes künstlich einzuschränken⁵⁸⁷.

⁵⁸⁵ Vgl. vorne S.77.

⁵⁸⁶ Ähnlich wie in VAG 14 II; so auch A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987; vgl. daneben Lösung in Botschaft IPR 1982 IPR-Gesetz 147 III.

⁵⁸⁷ U.a. weist VONTOBEL S.103 f der Zulassungsstelle in allgemeiner Hinsicht grosse Bedeutung zu; zur Problematik der bestehenden schweizerischen Zulassungsstelle, vgl. NZZ 21./22. u. 24.06.1986; das Kapitalmarktrecht von Kalifornien z.B weist eine völlige inhaltliche Regelung und Kontrolle der Emissionen und des Emittenten auf, vgl. K.J. HOPT, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?, in:

Die Möglichkeit, Wertpapiere mit grösserem Risiko zu zeichnen, die dafür aber eine höhere Rendite versprechen, gehört auf einen Kapitalmarkt. Alles andere würde einen vernünftigen Anlegerschutz -wie er in dieser Arbeit schon oft angesprochen wurde- in absurder Weise überspannen. Vielmehr ist sicherzustellen, dass der Investor die notwendigen Informationen erhält. Welche Wahl er im Spannungsfeld von Sicherheit und Rentabilität trifft, muss seine Entscheidung bleiben, wofür er dann auch allein die Verantwortung trägt⁵⁸⁸.

Anders verhält es sich, wenn man eine Aufsicht im Sinne eines Ratings in Betracht zieht⁵⁸⁹.

Man findet in Europa auch schon Ansätze "zu einer kommerziellen Gütesiegelpraxis für Anbieter von Vermögensanlagen am Markt. Aber Rating services wie MOODEY'S oder STANDARD AND POOR in den USA sind nicht vorhanden und lassen sich auch nicht ohne weiteres künstlich schaffen"⁵⁹⁰. Dies trifft zweifelsohne zu.

Ebenso sind die erheblichen Schwierigkeiten, eine solche Prüfung in einem materiell ausreichenden Masse durchzuführen, nicht von der Hand zu weisen⁵⁹¹. Eine völlige Durchleuchtung ist nie möglich, es soll und kann nur darum gehen, Orientierungspunkte zu setzen⁵⁹².

Der Vorteil würde aber doch überwiegen und darin liegen, dass eine unabhängigere Stelle -ausserhalb des Kreises Kapitalnehmer/Bank- eine

588 ZHR 141(1977) 389, 416 ff.
Zur Eigenverantwortlichkeit des Anlegers vgl. auch HAEMMERLI S.366 f.

589 Rating heisst Kreditbewertung, Bonitätsbeurteilung des Schuldners. Es "wird ganz allgemein die Wahrscheinlichkeit beurteilt, ob der Schuldner in der Lage sein wird, Kapital und Zinsen fristgerecht zurückzuzahlen", HANDBUCH GBB S.559.

590 K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 119 f; MERZ, Notes, S.12.

Im Hinblick auf die USA ALTMANN p.4/15 ff.
591 Entsprechend verschiedentlicher Darstellung aus Bankkreisen; vgl. auch die Problematik hinsichtlich Qualitätsprüfung und Konkurrenz, welche sich schon aus der heutigen Zulassungspraxis ergibt, NZZ 21./22. u. 24.06.1986.

592 Vgl. dazu auch SHZ 08.01.1987.

Prüfung durchführt. Dadurch werden die objektiven -oder besser objektiveren- Informationsmöglichkeiten des Anlegers erweitert. Er kann sich an diesen Angaben orientieren und dann -im Ganzen gesehen- auf den bestmöglichen Grundlagen seinen Anlageentscheid fällen.

V. SICHERUNG EINES HAFTUNGSSUBSTRATES

Im Zuge der Securisation ⁵⁹³ traten und treten Finanzierungsinstrumente in den Vordergrund, die sich nicht in der Bankbilanz niederschlagen. Das eigentliche Kreditrisiko wird auf das Publikum verlagert, während sich bei den Banken ein vermehrtes Betriebs- und Kontrollrisiko einstellt ⁵⁹⁴.

Letztere Gefahr besteht zwar grundsätzlich bei allen Bankgeschäften, nur bergen die bilanzneutralen Aktivitäten aufgrund der Komplexität vieler Instrumente in dieser Hinsicht ausserordentliche Schwierigkeiten in sich ⁵⁹⁵. Im klassischen Bankgeschäft wird dem Kreditrisiko mit Eigenmittelvorschriften, d.h. der Bildung eines Haftungskapitals entgegengetreten ⁵⁹⁶. Solange das Emissionsgeschäft in einem vergleichsweise bescheidenen Rahmen daneben mitlief, ergab sich noch keine Notwendigkeit zur allfälligen Aenderung dieser Vorschriften. Der Prozess der Securisation hat nun aber dazu geführt, dass sich das Volumenverhältnis tendenziell immer mehr umkehrt ⁵⁹⁷. Bilanzneutrale Transaktionen fahren nicht mehr als Beiwagen mit, sie haben sich -wie wir gesehen haben ⁵⁹⁸ - zur Ertragssparte mit den höchsten Zuwachsraten entwickelt. Damit sind auch die Betriebs- und Kontrollrisiken entsprechend gestiegen.

Betrachtet man die Gefahren nicht isoliert auf bilanzneutrale bzw. -wirksame Geschäfte bezogen, so ist ein Gesamtrisiko in gewissem Sinne

⁵⁹³ Vgl. vorne S.26 f.

⁵⁹⁴ Vgl. dazu BIZ-Studie, Nicht bilanzwirksame Risiken, S.19 u. 21 f.

⁵⁹⁵ BIZ-Studie, Nicht bilanzwirksame Risiken, S.21.

⁵⁹⁶ Vgl. dazu MEYER, S.130 ff u. dort zit. Literatur, insbesondere 133, ebenso 465; ferner HANDBUCH GBB S.191, 243; sodann BaG 4 ff i.V.m. VBaG 11 ff.

⁵⁹⁷ Nicht zuletzt gerade auch aus dem Grunde, nicht den Eigenmittelvorschriften zu unterliegen, vgl. NZZ 21.11.1986.

⁵⁹⁸ Vgl. vorne S.38 f.

geblieben ⁵⁹⁹. Das Risiko aus dem Bankgeschäft besteht weiter, es hat sich nur verändert. Während das effektive Kreditrisiko von den Banken vermehrt auf das Publikum übergang, hat sich das Betriebs- und Kontrollrisiko der Banken selbst erhöht. Die Eigenmittelvorschriften sind aber auf die alten Gegebenheiten ausgerichtet geblieben. Die herkömmliche Trennung zwischen Anleger- und Sparerschutz ⁶⁰⁰ scheint mir deshalb nicht mehr sinnvoll ⁶⁰¹. So "kann sich das Kapitalmarktrecht nicht mehr nur auf Anlegerschutz und das Bankaufsichtsrecht nicht mehr nur auf Sparerschutz beschränken, sondern beide müssen die herkömmlichen Schutzziele des jeweils anderen, soweit praktisch vorgezeichnet, mitintegrieren" ⁶⁰². Das Haftungskapital entspricht m.E. nicht mehr den bestehenden Risiken.

Im Emissionsgeschäft ist das Risiko nun insbesondere dadurch gekennzeichnet, dass es "zwar oft sehr kurzfristig ist, aber im Verhältnis zur Eigenkapitalbasis der Emissionsbanken sehr hoch sein kann" ⁶⁰³. Es drängen sich hier vor allem zwei Problemkreise auf.

Zum einen möchte ich den Bereich der Festübernahme anführen. Die Bank gewährt in diesem Falle dem Kapitalnehmer vollen Kredit, unabhängig davon, ob alle Papiere placiert werden können ⁶⁰⁴. Damit trägt sie das Risiko einer Fehleinschätzung des Marktkurses und -aufgrund des in der Regel grossen Volumens der Emissionen, für die Uebernahmezusagen gegeben werden- eines daraus resultierenden beträchtlichen Verlustes ⁶⁰⁵. Die Gefahr eines Zusammenbruches der Gesellschaft hingegen ist in diesem Zeitpunkt noch vergleichsweise gering. Solche Festübernahmen enthalten darum in der Zeitspanne, in der sie bilanz-

⁵⁹⁹ Vgl. dazu BIZ-Studie, Nicht bilanzwirksame Risiken, S.4.

⁶⁰⁰ Vgl. beispielsweise BRÜESCH S.126.

⁶⁰¹ Ebenso K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 126.

⁶⁰² K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 126; ebenso P. KLAUSER, Gewerbsmässige Vermögensverwaltung, Ausgewählte Aspekte der Teilrevision des schweizerischen Bankengesetzes, in: WuR 37(1985) 369, 374; WEBER I.1.2.1.

⁶⁰³ BIZ-Studie, Nicht bilanzwirksame Risiken, S.19.

⁶⁰⁴ Vgl. vorne S.12.

⁶⁰⁵ BIZ-Studie, Nicht bilanzwirksame Risiken, S.19.

mässig nicht wirksam werden, d.h. -je nach Placierungserfolg- allenfalls bis zur effektiven Auszahlung des zugesagten gesamten Anleihebetrages, wohl eine Art "Eventualverbindlichkeit", welche einer Eigenmittelunterlegung bedarf ⁶⁰⁶.

Zum anderen ergibt sich auch ein Risikopaket aus der Tatsache, dass die Banken einer gewissen Informationspflicht sowie einer entsprechenden Haftung im Hinblick auf das Emissionsgeschäft unterstehen ⁶⁰⁷. Kommt ein Kapitalnehmer nun schon bald seinen Verpflichtungen nicht mehr nach, wodurch der Anleger einen Schaden erleidet, so kann sich die Frage einer Haftungsinanspruchnahme der involvierten Bank stellen ⁶⁰⁸. Muss letztere sich im Informationsbereich Pflichtverletzungen vorwerfen lassen, hat sie dafür auch gegenüber dem Anleger einzustehen. In Anbetracht des starken Konkurrenzkampfes, der Schnelligkeit und der Komplexität im Emissionsgeschäft ⁶⁰⁹ scheint mir ein diesbezügliches Haftungskapital nicht als unnötig oder verfehlt. Natürlich wären dabei alle Institute -wie nebenbei auch bei den heutigen Eigenmittelvorschriften schon- betroffen, unabhängig von ihrer konkreten Informationspraxis. Es geht hier aber nicht um Bestrafung oder Belohnung, sondern um Anlegerschutz, der für alle Marktteilnehmer von Bedeutung ist. Denn ein gesunder Markt bedingt ebenfalls einen gesunden Anleger.

Eine "Bilanzierung" heutiger bilanzunwirksamer Aktivitäten mit der Ueberlegung, ein Haftungssubstrat für solche Risiken zu sichern, darf sich dabei aber nicht zu einer marktötenden Reglementierung ausweiten.

Durch Interessenabwägung muss ein vernünftiger Rahmen gefunden werden, um neben einem Individualschutz auch dem notwendigen Funktionsschutz entgegenzukommen ⁶¹⁰. Insbesondere scheint mir die Befürchtung, mittels hohen Anforderungen die Konkurrenzfähigkeit

606 Anders hingegen Praxis der Bankenkommission, vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.4 N30c.

607 Vgl. vorne S.76 ff.

608 I.d.S. BIZ-Studie, Nicht bilanzwirksame Risiken, S.19.

609 Vgl. BIZ-Studie, Nicht bilanzwirksame Risiken, S.21.

610 Zum Verhältnis dieser beiden Schutzziele K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 126 f.

schweizerischer Banken am internationalen Markt zu gefährden, doch berechtigt. Darum wäre es wohl unumgänglich, auch auf eine internationale Regelung hinzuarbeiten ⁶¹¹. Ebenso liegt es auf der Hand, dass das Ausmass einer solchen "Bilanzierung" nicht im Masstab 1:1 erfolgen kann und soll ⁶¹².

Mindestens aber eine Aufführung "unter dem Strich" wäre nach meinem Dafürhalten ins Auge zu fassen. Damit würde doch immerhin eine gewisse Transparenz der Risikoverteilung erreicht. Weitergehend sollte eine Eigenmittelunterlegung, welche sich an einem bestimmten reduzierten Prozentsatz orientiert, in Betracht gezogen werden ⁶¹³. So wäre neben der bestehenden Haftung im Sinne eines vernünftigen Anleger-schutzes auch das entsprechende Substrat in bestimmtem Rahmen gesichert.

Schliesslich scheint mir überdenkenswert, ob ein ähnlicher Effekt nicht auch durch die Einführung einer Versicherungspflicht für bilanzunwirksame Risiken im Emissionsgeschäft erreicht werden kann ⁶¹⁴.

So wäre ein Versicherungspool zu schaffen, an dem alle Institute, die an diesem Geschäft teilhaben, partizipieren. Für die Art und Weise der jeweiligen Beteiligung bedarf es eines objektiven Massstabes. Vernünftig schiene es mir, wenn dabei auf das Emissionsvolumen des entsprechenden Institutes abgestellt würde. Im Haftungsfalle stände der Anleger damit einem Haftungssubstrat gegenüber. Der Ausgleich innerhalb der am Pool Beteiligten könnte sodann durch Rückgriff je nach Verschuldensausmass erfolgen, und zwar beispielsweise in dem Sinne, dass erst beim Vorliegen grober Fahrlässigkeit das jeweilige Mitglied zur Rechenschaft gezogen würde.

Die Aufstellung und Durchleuchtung eines solchen Modelles sprengt aber im weiteren den Rahmen der vorliegenden Arbeit.

611 Vgl. NZZ 05.11.1986; ferner u.a. die bereits bestehenden Tendenzen zur Internationalisierung der Börsenüberwachung, NZZ 13./14.12.1986.

612 Rechtsvergleichend zur "Bilanzierung" nicht bilanzwirksamer Geschäfte BIZ-Studie, Nicht bilanzwirksame Risiken, S.4.

613 Vgl. dazu auch BIZ-Studie, Nicht bilanzwirksame Risiken, S.24.

614 In dieser Richtung auch WEBER I.1.3.

§ 16 ART UND WEISE DER DURCHFUEHRUNG EINES WEITERREICHENDEN ANLEGRERSCHUTZES

A AUFGRUND EINER KONVENTION

Im Bemühen, der Gesetzesinflation ⁶¹⁵ nicht immer wieder neuen Brennstoff zu liefern, ist es angezeigt, zuerst die Eignung und Chancen einer Lösung mittels Vereinbarung zu untersuchen.

Sofern eine solche Vereinbarung im Hinblick auf Inhalt, Adressatenkreis, Akzeptanz und Durchsetzbarkeit den konkreten Anforderungen in objektiver Weise entspricht, ist sie auch grundsätzlich geeignet. Ist der Eignung -die bestimmte Konvention betreffend- dann Erfolg beschieden, so dürfte dies eine ausserordentliche Vertrauensstärkung zur Folge haben, was dem Finanzplatz Schweiz in jeglicher Beziehung nur förderlich sein kann.

Eine Bankenvereinbarung im hier referierten Bereich scheint mir aber in zweierlei Hinsicht problematisch.

Erstens sind der Adressatenkreis und die Durchsetzbarkeit zu beschränkt ⁶¹⁶. Den Bestimmungen der Konvention unterliegen nur die -wohlgemerkt freiwillig- beigetretenen Banken. Dass die Freiwilligkeit schon immer und überall -gerade bei schwarzen Schafen- ihre Tücken gehabt hat, braucht nicht weiter bemerkt zu werden. Darauf hinzuweisen ist aber, dass daneben der ganze Bereich der Finanzgesellschaften, welche am Emissionsgeschäft vermehrt teilhaben ⁶¹⁷, kaum miteinbezogen wird. Ebenso muss sich eine Regelung der Emission -denken wir an den Informationsgehalt- doch auch auf einen Kapitalnehmer ausserhalb des Bankenbereiches überhaupt erstrecken, was durch eine reine Bankenvereinbarung nicht erreicht werden kann.

⁶¹⁵ Dazu u.a. NZZ 18.12.1985.

⁶¹⁶ Vgl. Tendenz zur staatlichen Regelung sogar in England, wo Selfregulation eigentlich Ausdruck des "British way" darstellt; K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 107, welcher feststellt: "Inzwischen ist auch in England zu beobachten, dass reine Selfregulation ab einer bestimmten Grösse der Märkte und Zahl der Beteiligten damit überfordert ist, die notwendigen Reformen durchzusetzen und das Ausscheren von Aussenseitern zu unterbinden".

⁶¹⁷ Vgl. u.a. NZZ 21./22.06.1986.

Zweitens sind die Auffassungen der an einer möglichen Konvention Beteiligten über den ausreichenden Inhalt naturgemäss nicht an der oberen Grenze des Anlegerschutzes gelegen ⁶¹⁸. Beteiligt sich dann bei der Ausarbeitung der Vorschläge ein staatliches Organ -sei dies die SNB oder die EBK- vor dem Hintergrund eines etwas anderen Anlegerschutzverständnisses, so stehen die Einigungschancen doch mindestens auf labilen Füßen ⁶¹⁹.

Aus diesen Ueberlegungen drängt sich eher eine obrigkeitliche Regelung in diesem Bereich auf.

B AUFGRUND EINES ERLASSES

In diesem Falle sollte der Interpretationsspielraum der bestehenden Normen voll ausgeschöpft werden. Neue Bestimmungen sind nur dann zu schaffen, wenn sich keine anderen gangbaren Wege auftun.

Oeffentlich zur Sprache gebracht wurde die Problematik um die "quasiöffentlichen" Notes durch die Nationalbank. Wenden wir uns darum zuerst der Frage zu, ob diese nicht gerade selbst die notwendigen Massnahmen treffen kann.

BaG 8 III gibt ihr grundsätzlich die Möglichkeit, im Hinblick auf Notes ausländischer Schuldner i.S.v. BaG 8 II lit.a "gegen solche Geschäfte Einsprache zu erheben oder an ihre Ausführung Bedingungen zu knüpfen". Diese Ermächtigung zielt aber nur auf währungs-, geld- und kapitalmarkt- sowie wirtschaftspolitische Anordnungen ab ⁶²⁰. Wirtschaftspolizeiliche Massnahmen im Sinne des Gläubigerschutzes sind nicht ihre Aufgabe ⁶²¹. Zudem wäre die Lage auch unbefriedigend, da inländische

618 Vgl. dazu DER BUND 14.06.1985.

619 Die verschiedenen Standpunkte -sogar unter den Banken selbst- belegend SHZ 08.01.1987.

So stiess der Versuch einer neuen Bankenkonvention über die Informationspflicht bei Notes -vgl. u.a. DER BUND 05.06.1986- auf zu grosse Schwierigkeiten, so dass er vorübergehend nicht weitergeführt wurde und momentan einen neuen Anlauf nimmt, vgl. SHZ 08.01.1987; nun Anhang B.

620 BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.8 N17, 21 ff.

621 Vgl. Wortlaut BaG 8 III Satz 2; BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art. 8 N32; ferner K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspekti-

Notes so oder so nicht Gegenstand von BaG 8 sein können. Hier bliebe die entsprechende Regelung wirkungslos.

Gläubigerschutz liegt nun aber im Auftragsbereich der Bankenkommision ⁶²². BaG 23ter schreibt ihr vor, bei Gesetzesverletzungen oder sonstigen Missständen mittels Verfügung einzuschreiten.

Das Vorliegen einer klaren Gesetzesverletzung qualifiziert sich selbst. Unklar ist hingegen die Umschreibung "sonstige Missstände". Es kann sich dabei wohl kaum um eine Blankoermächtigung zur Gesetzgebung in diesem Bereich handeln, da die verfassungsmässige Kompetenzordnung sonst verletzt würde ⁶²³. Das Bundesgericht erachtet den sonstigen Missstand als unbestimmten Rechtsbegriff, welcher der Gesetzesauslegung bedarf. Der Entscheid, ob ein solcher besteht, liegt im Beurteilungsspielraum der Bankenkommision. Ob nun wiederum dieser vom Gesetz geschaffene Beurteilungsspielraum durch die Bankenkommision eingehalten wird -so führt das Bundesgericht weiter aus-, kann nur in jedem Einzelfall geprüft werden ⁶²⁴.

BODMER/KLEINER/LUTZ ⁶²⁵ stellen aber zurecht gewisse Grundregeln auf. So kann ein Missstand nur dort vorliegen, "wo für die Bank rechtlich verbindliche Normen verletzt werden". Damit sind in erster Linie Normen des geschriebenen Rechts angesprochen, aber auch Verträge und bestimmte Standesregeln. Neben der Rechtsordnung stehende Moral- oder Sittenordnungen sowie "allgemeine bankwirtschaftliche Grundsätze" können nicht als Grundlage für die Qualifikation eines Sachverhaltes als Missstand dienen. "Aus diesem formellen Kreis sind unter BaG 23ter I jene Normen bzw. Verletzungen von Normen dieser Art relevant, die den Zweck des Gesetzes, den Gläubigerschutz betreffen." Es fragt sich, ob man eben nicht auch hier von einem engen -iso-

622 ven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 119.
 Richtigerweise von SNB angesprochen, vgl. DER BUND 14.06.1985; auch MERZ, Notes, S.13 f.
 623 IMBODEN/RHINOW Nr.63.
 624 BGE 108 Ib 203; sodann zutreffend die Kritik bei BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.23ter N3 mit Hinweisen.
 625 BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.23ter N4.

liert auf Einlegerschutz bezogenen- Verständnis des Gläubigerschutzes abkommen und zu einer geltungszeitlichen Auslegung übergehen soll. Die Ziele des Anlegerschutzes sind so mitzuintegrieren ⁶²⁶.

Werden nun OR 1156 oder die entsprechenden aktienrechtlichen Vorschriften verletzt, indem man öffentliche Emissionen unter dem Mantel von Privatplacierungen durchführt, muss die Bankenkommission einschreiten. Zudem drängt es sich wohl auf, die Differenzierung öffentliche/private Emission im Sinne des Gesetzes ⁶²⁷ zu konkretisieren. Die Bankenkommission könnte so prophylaktisch klare Gegebenheiten schaffen. Ueber das Gesetz hinaus, sei es bei der Qualifizierung, sei es hinsichtlich des geforderten Informationsgehaltes, kann und darf die EBK aber nicht gehen. Daneben scheint es mir angebracht und möglich, im Rahmen der laufenden Aktienrechtsrevision eine klare Umschreibung der Öffentlichkeit im dargelegten Sinne aufzunehmen ⁶²⁸, die aufgrund einer kapitalmarktrechtlichen Auslegung von OR 1156 dann auch allgemein für Obligationenanleihen herangezogen werden könnte ⁶²⁹.

Im weiteren drängt sich die Frage auf, ob die Bankenkommission nicht auch dazu geeignet wäre, eine Aufsicht im Sinne eines Ratings für öffentlich placierte Notes durchzuführen. Grundsätzlich scheint mir diesbezüglich zwar der Weg über eine Konvention am gangbarsten, private Rating Services entstehen eben nicht einfach aus dem Nichts. Mit der Bankenkommission würde aber eine m.E. notwendige Unabhängigkeit gewährleistet. Sieht man einmal von den personellen Konsequenzen dieser Aufgabe ab, dürfte ein solches Vorgehen der Bankenkommission wohl schon ausserhalb des gesetzlichen Auftrages und der Kompetenz i.S.v. BaG 23bis und 23ter liegen. Hier sollte eine Gesetzesrevision ins

626 Vgl. i.d.S. K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektivem, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 126; ebenso P. KLAUSER, Gewerbsmässige Vermögensverwaltung, Ausgewählte Aspekte der Teilrevision des schweizerischen Bankengesetzes, in: WuR 37(1985) 369, 374; WEBER I.1.2.1. u. I.2.1.2.

627 Vgl. vorne S.17 ff.

628 Vgl. vorne S.17 ff.

In Abänderung der Fassung von OR 652a II gemäss Botschaft Aktienrecht 1983.

629 Vgl. vorne S.80 f.

Auge gefasst werden ⁶³⁰.

Was die Anpassung der Eigenmittelvorschriften im hier referierten Rahmen betrifft, ist folgendes zu bemerken.

BaG 6 -im Hinblick auf die Bilanzaufführung- und BaG 4 -bezüglich einer eigentlichen Eigenmittelunterlegung- in Verbindung mit den entsprechenden Verordnungsvorschriften lassen nach meinem Dafürhalten keinen Interpretationsspielraum offen, der die Subsumtion der beschriebenen Geschäfte und Risiken unter die bestehenden Normen erlauben würde ⁶³¹.

Ein Fall, der das Eingreifen der Bankenkommision nach BaG 23ter rechtfertigen könnte, ist offensichtlich nicht gegeben. Ebenso wenig wird die EBK durch BaG 6 in irgendeiner Weise zur Anordnung einer Aufführung in der Bilanz ermächtigt. BaG 4 III hingegen statuiert eine Kompetenz der Bankenkommision, im Bereich der Eigenmittelvorschriften Verschärfungen anzuordnen. Diese bezieht sich auf die Richtlinien in der Verordnung und hat den Zweck, im Falle aussergewöhnlicher Verhältnisse bei einer Bank die Bereitstellung zusätzlichen Eigenkapitals zu gewährleisten ⁶³². Die Kompetenznorm ist darum wohl in erster Linie auf einen dem Einzelfall angemessene Eigenmittelunterlegung ausgerichtet. Bei den hier angesprochenen nicht bilanzwirksamen Geschäften geht es zwar um etwas Neues, was sich aber als etwas Grundsätzliches, als Normzustand ausdrückt. Dafür Richtlinien zu erlassen, hat das Gesetz nach BaG 4 II dem Aufgabenbereich des Bundesrates zugewiesen ⁶³³.

Die Umschreibung der Verbindlichkeiten, der eigenen Mittel und des entsprechenden Verhältnisses ist der Verordnung überlassen, "da

⁶³⁰ A.M. U. GRETE, Quantität vor Qualität, in: SHZ 03.10.1986, wonach dies zentrale Aufgabe der Marktteilnehmer, aber nicht Aufgabe einer neu zu schaffenden Behörde.

⁶³¹ Vgl. die aus diesen Ueberlegungen an sich richtige Praxis der Bankenkommision hinsichtlich der Festübernahmen, BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.4 N30c.

⁶³² BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.4 N7.

⁶³³ BaG 4 II: "unter normalen Umständen"; vgl. sodann BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.4 N7.

man sich von Anfang an darüber klar war, dass diese Regelung nicht für alle Zeiten geschaffen werden konnte, sondern anpassungsfähig bleiben soll" ⁶³⁴. Damit könnte der Bundesrat die Eigenmittelunterlegung bei solchen bilanzneutralen Risiken in Erweiterung von VBaG 13 einführen ⁶³⁵.

In gleicher Weise überlässt BaG 6 V dem Verordnungsgeber die Aufgabe, Vorschriften zum Bilanzschema zu erlassen ⁶³⁶. Die Aufführungspflicht für nicht bilanzwirksame Transaktionen hinsichtlich des Emissionsgeschäftes "unter dem Strich" könnte m.E. ebenfalls durch den Bundesrat in Erweiterung von VBaG 24 festgesetzt werden ⁶³⁷.

Bei all diesen Lösungsmöglichkeiten, die auf dem Bankengesetz basieren, liegt im Adressatenkreis -wie schon bei einer Lösung auf dem Konventionswege ⁶³⁸ - eine weitere zu beachtende Problematik.

BaG 1 II lit.b unterstellt unmissverständlich Finanzgesellschaften, die sich einzig durch die Auflage von Anleihen öffentlich zur Annahme fremder Gelder empfehlen, nicht dem Geltungsbereich des Gesetzes ⁶³⁹. Der Begriff der Finanzgesellschaft ist durch das Gesetz selbst nicht festgelegt worden, was eine gewisse Unbestimmtheit mit sich bringt ⁶⁴⁰. Zutreffend und sinnvoll scheint mir die Auffassung, dass das Gesetz Finanzgesellschaften "als eine einzige Gruppe von Unternehmen, die auf dem Finanzsektor tätig sind" ⁶⁴¹ betrachtet. Die Unterstellungspflicht nun bezieht sich aber grundsätzlich einzig auf die Ausübung des eigentlichen Bankgeschäftes. Dieses charakterisiert sich durch das Zinsdiffe-

634 HANDBUCH GBB 3. Aufl. S.223; vgl. ferner BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.4 N7.

635 Vgl. auch Stossrichtung einer Revision der VBaG gemäss Bankenkommission, dazu NZZ 30.01.1987.

636 Vgl. HANDBUCH GBB S.76.

637 Vgl. insbesondere zu VBaG 24 BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.6 N28.

638 Vgl. vorne S.124 f.

639 Vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.1 N7; sodann B. MUELLER, Die Entwicklung der Bankenaufsicht in der Schweiz, in: SAG 49(1977) 5 f.

640 Vgl. dazu B. MUELLER, Die Entwicklung der Bankenaufsicht in der Schweiz, in: SAG 49(1977) 5 f.

641 COHEN S.110; sodann B. MUELLER, Die Entwicklung der Bankenaufsicht in der Schweiz, in: SAG 49(1977) 6.

renzgeschäft ⁶⁴². Die Emissionsform der Festübernahme könnte wohl im weiteren Sinne darunter subsumiert werden, da eine solche ja auf eigene Rechnung erfolgt ⁶⁴³. Handelt es sich aber um Anleihen, fällt eine Unterstellung gemäss der Ausnahmeregelung von BaG 1 II lit.b Nebensatz wiederum ausser Betracht.

Alle anderen Emissionsformen liegen im Bereich des sogenannten indifferenten Dienstleistungsgeschäftes, welches ausserhalb des hier massgebenden Bankgeschäftes im klassischen Sinne zu finden ist ⁶⁴⁴. Gerade aber Finanzgesellschaften sind nicht nur vermehrt im Emissionsgeschäft tätig, sondern bringen auch "Exoten" an den schweizerischen Markt ⁶⁴⁵. Sie stehen meist auf einer kleineren Eigenkapitalbasis als die am Geschäft beteiligten Banken. Wird den Ueberlegungen de lege ferenda gefolgt, so kommt man vor dem Hintergrund des Securisation-Prozesses ⁶⁴⁶ und eines damit zusammenhängenden Gläubigerschutzverständnisses im umfassenden Sinne ⁶⁴⁷ m.E. nicht umhin, die angesprochenen Massnahmen auch auf Finanzgesellschaften, die nicht das klassische Bankgeschäft betreiben, auszudehnen ⁶⁴⁸. Die Begründung für die Ausnahmeregelung von BaG 1 II lit.b Nebensatz, der Geldgeber finde bei der Emission von Obligationenanleihen im schweizerischen Obligationenrecht einen ausreichenden Schutz ⁶⁴⁹, vermag eben -wie de lege ferenda dargelegt ⁶⁵⁰ - nach meinem Dafürhalten heute nicht mehr

⁶⁴² Vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.1 N31 u.7 mit Hinweisen.

⁶⁴³ Zur Gleichstellungsproblematik in allgemeiner Hinsicht vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.1 N31 u. 7. Zur Festübernahme vgl. vorne S.12 f.

⁶⁴⁴ Vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zu Art.1 N7.

⁶⁴⁵ Vgl. u.a. NZZ 21./22.06.1986.

⁶⁴⁶ Vgl. vorne S.26 f.

⁶⁴⁷ Vgl. dazu wiederum K.J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizerisches Kapitalmarktrecht Stand und Perspektiven, in: WuR 38(1986), Sonderheft, 126.

⁶⁴⁸ I.d.S. Bundesrat STICH am Symposium der Tessiner Bankenvereini- gung, vgl. NZZ 28.05.1986; H. BODENMANN, Parabanken im Visier, in: SHZ 03.10.1986; sodann NZZ 28.11.1986 zur Ausweitung der Auf- sichtsfunktion auf einen breiteren Finanzsektor; ferner SHZ 17.01.1985; SHZ 22.05.1986.

Ein eigenes Gesetz ist hingegen wenig sinnvoll, so auch M. LUSSER, in: SHZ 10.01.1986.

⁶⁴⁹ COHEN S.114; sodann Botschaft BaG 1970 S.6.

⁶⁵⁰ Vgl. vorne S.109 ff, insbesondere 113 ff u. 120 ff.

ganz zu überzeugen. Betreibt eine Finanzgesellschaft darum das Emissionsgeschäft, sollte man sie ebenfalls dem Bankengesetz unterstellen. Eine Revision des Bankengesetzes in dieser Hinsicht ist, sofern man die Notwendigkeit der aufgezeigten Massnahmen bejaht, wohl unumgänglich.

Wird schliesslich die Erweiterung des Informationsgehaltes eines Dokumentes i.S.v. OR 1156/651 ins Auge gefasst, bleibt einzig eine Revision der entsprechenden Artikel des Obligationenrechtes übrig. Im Zuge der laufenden Aktienrechtrevision liesse sich hier m.E. doch eine befriedigende Lösung finden.

Geht es um die Einführung einer Domizilpflicht bei öffentlichen Notesmissionen, kommt man nicht umhin, OR 1156 entsprechend zu revidieren.

6. KAPITEL UND §17 SCHLUSSBETRACHTUNGEN

Emission umschreibt sich als erstmalige Ausgabe von Effekten inklusive deren Unterbringung am Kapitalmarkt mittels spezifischer Modalitäten.

Zwischen den Emissionsarten private und öffentliche Placierung ist nicht leichthin zu differenzieren. Eine klare Abgrenzung ist aber unumgänglich, da die Qualifizierung verschiedene rechtliche Konsequenzen nach sich zieht.

Mir scheint die Intensität der Bereitschaft, nach aussen zu treten, welche sich typischerweise in der Werbung manifestiert, ein angemessenes und praktikables Kriterium darzustellen, das zu vernünftigen Ergebnissen führt.

Eine Privatplacierung liegt vor, wenn die Bereitschaft des Kapitalnehmers, nach aussen zu treten, nur soweit geht, dass er sich auf rein private und individuelle Weise -mit einem von seiner Charakteristik her dazu geeigneten Werbemittel- an einen bestimmten Personenkreis richtet.

Der Finanzierungstyp Notes hat nun der privaten Emission eine völlig neue Dimension gegeben. Notes als Gegenstand der Privatplacierung sind Anleiheobligationen, die sich einzig dadurch weiter auszeichnen, dass sie in der Regel mittelfristig sind und privatplaciert werden.

Die Durchleuchtung der Haftungsgrundlagen gegenüber dem Investor ergibt, dass die bestehenden Bestimmungen des Obligationenrechts bei entsprechender Auslegung für private Emissionen durchaus ausreichen. Es gilt die Gratwanderung zwischen lückenhaftem Investorschutz und überbordender Bevormundung zu bestehen. Dem Anleger soll eine gewisse Eigenverantwortlichkeit nicht abgenommen, aber ein sachgerechter Anlageentscheid ermöglicht werden. So gewährleistet vor allem eine Haftung aus culpa in contrahendo nach meinem Dafürhalten einen sinnvollen, dem privaten Charakter dieser Emission adäquaten Schutz des Anlegers.

Hingegen ist eine konsequente Trennung von öffentlicher und privater Emission vonnöten. Insbesondere geht es nicht an, dass Notes unter dem Mantel einer Privatplacierung de facto öffentlich emittiert werden.

Die Eidgenössische Bankenkommission könnte hier wohl prophylaktisch durch Konkretisierung der gesetzlichen Qualifikation klare Verhältnisse schaffen und hat entsprechend einzuschreiten. In BaG 23ter ist die gesetzliche Grundlage dafür bereits vorhanden.

Andererseits wäre es wünschenswert, im Rahmen der Aktienrechtsrevision eine Abgrenzung im in dieser Arbeit vertretenen Sinne herbeizuführen. Andere Massnahmen drängen sich im Zusammenhang mit echten, tatsächlichen Privatplacierungen de lege ferenda nicht auf.

Im Hinblick auf jene Notesemissionen, die so als öffentliche Placierungen zu qualifizieren sind, wurde hier versucht, Möglichkeiten und Wege aufzuzeigen, die dem Anleger einen befriedigenden Schutz bieten könnten, aber gleichzeitig sich auch nicht zu einer marktötenden Reglementierung auswachsen. Ueberall werden die auftretenden Vorteile durch dabei ebenfalls auftauchende Probleme relativiert. Eine Patentlösung gibt es nicht. Ueberdenkenswert scheinen mir aber vor allem die Einführung einer Aufsicht im Sinne eines Ratings, die Erweiterung des Informationsgehaltes von OR 1156 i.V.m. 651, die Einführung einer Domizilpflicht und eine gewisse Eigenmittelunterlegung im Bereich des bilanzunwirksamen Emissionsgeschäftes sowie eine Ausdehnung des Geltungsbereiches des Bankengesetzes auch auf allein in dieser Sparte tätige Finanzgesellschaften.

Schaut man nun abschliessend noch über den Rand dieser Arbeit hinaus, eröffnet sich wiederum ein neues Szenarium, das klar offenlegt, dass Informationspflichten und entsprechende Haftung nun zwar einen sachgerechten Anlageentscheid im Hinblick auf die Emission ermöglichen, der Investorschutz aber mit diesem Zeitpunkt nicht ausgedient haben kann ⁶⁵¹.

Eine Weiterführung des Informationsflusses scheint mir unbedingt notwendig.

⁶⁵¹ Vgl. dazu K.J. HOPT, Risikokapital, Nebenbörsen und Anlegerschutz, in: WM 1985 801; A.I. DE BEER, Ungenügender Kapitalanlegerschutz bei Notes, in: NZZ 09.01.1987; WEBER III; sodann Vereinbarung betreffend das Informationswesen bei Privatplacierungen... S.1.

ANHANG

A Vertragsmuster

B Neue Konvention der Bankiervereinigung

Vertragsmuster der
Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich,
für Wandel-Notes eines japanischen
Schuldners

Stand Dezember 1986

NOTE PURCHASE, PAYING
AND CONVERSION AGENCY AGREEMENT

* CO.. LTD.

*

Japan

* percent Convertible Notes 19* to 19*
of
Swiss francs *,000,000
due *, 19*

Table of contents

Article	I	The Issuance
Article	II	Terms of the Note
Article	III	Conversion of the Notes
Article	IV	Private Placement of the Notes
Article	V	Closing
Article	VI	Documents Necessary for Closing
Article	VII	Conditions Precedent to Closing
Article	VIII	Force Majeur
Article	IX	Information Updating
Article	X	Managing, Underwriting and Selling Fees and Commissions
Article	XI	Taxes, Contributions and Out-of-pocket Expenses
Article	XII	Paying and Conversion Agency
Article	XIII	Communications
Article	XIV	Underwriting Banks and Participation Amounts
Article	XV	Governing Law and Courts of Jurisdiction
Article	XVI	Descriptive Headings

a

Annex A	Terms of the Note
Annex B	Form of Scrip Certificate
Annex C(1)	Form of Definitive Note (front page)
Annex C(2)	Forms of Interest Coupons
Annex D	Conversion Schedule
Annex E	Text of Legal Opinion

Anhang D enthält hauptsächlich technische
Ausführungsbestimmungen für die Konversion
und wurde hier weggelassen.

NOTE PURCHASE, PAYING AND CONVERSION AGENCY AGREEMENT

entered into as of *, 19*

between

* CO., LTD.

a corporation existing under the laws of Japan,
whose head office is situated at
*

(hereinafter called the "Company")

of the one part

and

BANK JULIUS BAER & CO. LTD.

a corporation existing under the laws
of the Confederation of Switzerland,
whose head office is situated at
Bahnhofstrasse 36, 8001 Zurich, Switzerland

*

(hereinafter sometimes together called the "Banks")

of the other part

WHEREAS the Company, pursuant to authorization by its Board of Directors has determined to issue an aggregate principal amount of

* ,000,000 Swiss francs

* percent Swiss franc convertible Notes 19* to 19*
due *, 19*

convertible into shares of Common Stock of the Company (hereinafter called the "Note" or collectively the "Notes").

WHEREAS the net proceeds of such Notes will be utilized by the Company for its general corporate purpose.

NOW THE PARTIES TO THIS AGREEMENT BY THESE PRESENTS WITNESS AND DECLARE AS FOLLOWS:

Article I

The Issuance

The Company agrees to issue and sell to the Banks, and the Banks, severally but not jointly, agree to purchase from the Company, Swiss francs * ,000,000 (* million Swiss francs) principal amount of the Swiss franc Convertible Notes of the Company, bearing interest at the rate of * percent per annum as from *, 19* (the "Closing Date") at the price of 100 percent of their principal amount.

Article II

Terms of the Note

The terms of the Note as per Annex A (the "Terms of the Note"), which shall constitute an integral part of this Agreement, will be reproduced on the printed Notes in the English language.

Article III

Conversion of the Notes

The bearer of any Note (the "Noteholder", or collectively the "Noteholders") shall have the right, at any time on or after *, 19*, Zurich time, and prior to the close of business in Zurich on *, 19* (or in the case of the Notes called for early redemption, then on or prior to the close of business in Zurich ten business days prior to the date fixed for redemption) (the "Conversion Period") to convert all or any of the Notes held by such bearer into fully paid and non-assessable registered shares of Common Stock of the Company in accordance with the provisions set forth in Paragraph 7 of the "Terms of the Note" (Annex A) and in the "Conversion Schedule" (Annex D) of this Agreement. Annexes A and D shall constitute integral parts of this Agreement.

The Company undertakes that at all times during the period in which conversion of the Notes may be applied for, it will reserve and keep available, free from pre-emptive rights, out of its authorized but unissued shares of Common Stock of the Company the full number of shares of Common Stock from time to time issuable upon conversion of all outstanding Notes.

Article IV

Private Placement of the Notes

The Banks will offer the Notes in a private placement outside of Japan exclusively to their clients including other banks at a price of 100 percent.

Each of the Banks agrees that it will not offer, sell or deliver any of the Notes, directly or indirectly, in the United States of America (including its territories, possessions and all areas subject to its jurisdiction) or

to nationals, citizens or residents thereof (including corporations or partnerships created or organized or domiciled therein), or in Japan or to residents of Japan, except as otherwise permitted by law.

Article V

Closing

Bank Julius Baer & Co. Ltd. ("Bank Julius Baer"), on behalf of the Banks, will pay the proceeds of the Notes of Sfr. *,000,000 nominal to the Company against the Scrip Certificate as per Annex B delivered to Bank Julius Baer pursuant to the provisions of paragraph 4 of this Article V on the Closing Date.

Such proceeds will be placed by Bank Julius Baer in Swiss francs to the credit of the Company in an account - bearing no interest - to be opened in the name of the Company at Bank Julius Baer. The proceeds will be at the free disposal of the Company subject to any conditions which may be contained in the authorization of the Swiss National Bank.

The Company will entrust Bank Julius Baer with the foreign exchange transaction connected with the transfer of the proceeds in Swiss francs to U.S. Dollars.

Against the transfer of the proceeds of the Notes to the Company in accordance with this Article V, the Company shall deliver to Bank Julius Baer a Scrip Certificate as per Annex B for the total nominal amount of Swiss francs *,000,000 of the Notes to be issued. Such Scrip Certificate shall be exchanged against the definitive Notes, as soon as they are printed, and the former shall be canceled by Bank Julius Baer. Thereafter, Bank Julius Baer will promptly forward the canceled Scrip Certificate to the Company.

Article VI

Documents Necessary for Closing

The Company undertakes to furnish Bank Julius Baer, on behalf of the Banks, with full proof of its powers to enter into this Agreement. It shall also furnish full proof of the authority of the person or persons signing this Agreement, the Scrip Certificate and the Notes to do so on behalf of the Company.

The Company further undertakes to furnish Bank Julius Baer, on behalf of the Banks, with full proof of authorization under Japanese foreign exchange and foreign trade control laws and regulations with respect to the issuance of the Notes by the Company.

Accordingly, it shall particularly furnish the following documents:

- a) Resolutions of the Board of Directors of the Company authorizing the issuance of the Notes and certification as to the person or persons signing the documents on behalf of the Company (together with English translations),
- b) Articles of Incorporation, Regulations of the Board of Directors and Share Handling Regulations of the Company (together with English translations),
- c) Last annual financial statements of the Company (together with English translations),
- d) The prior notification filed by the Company with the Minister of Finance of Japan under Japanese foreign exchange and foreign trade control laws and regulations with respect to the issuance of the Notes together with an amendment thereto and the clearance by the Minister of Finance of Japan for the issuance of the Notes (all together with English translations),
- e) Legal opinion in English of the counsel to the Company with respect to

the corporate status of the Company and the ability to issue the Notes, dated the Closing Date, and substantially in the form and with the contents as set out in Annex E of this Agreement or in such form and with such contents as Bank Julius Baer may expressly agree.

Article VII

Conditions Precedent to Closing

The effectiveness of this Agreement is subject to:

- a) the approval by the Swiss National Bank, and
- b) the receipt by Bank Julius Baer of all documents as requested in this Agreement.

Article VIII

Force Majeur

The Banks, jointly but not severally, reserve the right to withdraw from this Agreement after prior consultation with the Company if, on or prior to the Closing Date, events should occur in Japan, in Switzerland, or elsewhere in the world, of political, economic, financial, monetary, or other character, which, in the opinion of the Banks, would be such as to jeopardize the success of the private placement of the Notes. Any such decision of withdrawal by the Banks shall be final and binding upon the Company. Should the Banks decide to withdraw from this Agreement, Bank Julius Baer shall notify the Company forthwith by telex or cable, followed by registered letter. In the event of such withdrawal, each party hereto shall pay the expenses incurred by it in connection with this issue.

Article IX

Information Updating

The Company undertakes to provide Bank Julius Baer, on behalf of the Banks, during the time that the present Notes shall be outstanding, with * copies of an English translation of its annual reports and, if not already contained therein, its audited annual consolidated financial statements and the audit report, as soon as they are available.

The Banks are authorized to hold these documents at the disposal of the Noteholders for inspection.

Article X

Managing, Underwriting and Selling Fees and Commissions

The Company agrees to pay, on the Closing Date, to Bank Julius Baer 1 3/4 percent of the principal amount of the Notes representing (a) a remuneration for managing and underwriting of 1 percent and (b) a selling commission for the placement of the Notes of 3/4 percent, and the aggregate amount so received by Bank Julius Baer shall be distributed among the Banks as per separate agreement.

Article XI

Taxes, Contributions and Out-of-pocket Expenses

The Company further undertakes to pay on the Closing Date:

a) On the underwriting of the Notes:

the Swiss Tax on the Negotiation of Securities of 0.3 percent,
the Cantonal Tax of 0.01 percent, and
the Stock Exchange Contribution of 0.005 percent,
thus totalling 0.315 percent.

These charges are to be calculated on the issue price of the Notes less managing, underwriting, selling commission and out-of-pocket expenses.

- b) Sfr. *,000 out-of-pocket expenses incurred by Bank Julius Baer including the costs of the printing of the Notes and their delivery to the Banks.

The Swiss Tax on the Negotiation of Securities of 0.3 percent on the private placement of the Notes will be charged to the purchasers of the Notes.

Article XII

Paying and Conversion Agency

The Company undertakes to transfer to Bank Julius Baer, as Paying Agent on behalf of the Banks and Noteholders, not later than two business days in Zurich prior to each due date, the funds required for the servicing of the Notes, including a commission of

- 1/4 percent on the face amount of coupons paid,
- 1/8 percent on the face amount of Notes redeemed,

as the case may be, in Swiss francs freely disposable, irrespective of any bilateral or multilateral payment or clearing agreement which may exist on the due dates between Japan and Switzerland, without any restrictions, and whatever the circumstances may be, irrespective of the nationality or domicile of the Noteholders, and without requiring any affidavit, or the fulfilment of any other formality. Bank Julius Baer shall credit the funds to a separate non-interest bearing account* to be opened with Bank Julius Baer for each coupon due date and/or redemption date. The receipt by Bank Julius Baer of the due and punctual payment of the funds shall release the Company of its obligations under the Scrip Certificate as per Annex B or under the Notes for the interest and principal plus premium (if any) to the extent of such payment.

Any funds held by Bank Julius Baer which will not be used as a consequence of coupons and Notes not having been collected within the relevant period prescribed by the Swiss Statute of Limitations, shall be remitted to the Company. The risk of any exchange loss on the transfer of funds between Bank Julius Baer and the Company shall be borne by the Company, provided the transfer is made by, at the direction of, or with the consent of, the Company. The Company requests and authorizes Bank Julius Baer, and Bank Julius Baer undertakes, to cancel and destroy all coupons paid and Notes redeemed after the period permitted by law and, from time to time upon demand of the Company, to certify to the Company in writing the serial numbers of certificates of coupons and Notes destroyed and the dates when such destruction took place and the names of the persons witnessing such destruction.

The Company will pay to Bank Julius Baer a conversion agency commission of 1/4 percent on the face value of the Notes converted and reasonable out-of-pocket expenses in connection with the conversion of the Notes pursuant to Annex D. The redemption commission of 1/8 percent will not be charged on Notes so converted.

Any purchase of Notes for the purpose of redemption as per paragraph 3 subparagraph d) of the Terms of the Note shall be effected through the intermediary of Bank Julius Baer subject to the regulations of the Swiss National Bank. The Company may request Bank Julius Baer to take steps so that the Company may purchase Notes through the intermediary of any of the Banks in proportion to its respective participation at the time of the initial underwriting of the Notes.

Notes purchased in accordance with paragraph 3 subparagraph d) of the Terms of the Note are considered to be redeemed at their face value on the interest payment date immediately following the date on which Bank Julius Baer has received the Notes from the Company together with the order for cancellation. The redemption commission of 1/8 percent will not be charged on Notes so purchased through the intermediary of one of the Banks for the purpose of redemption. The bank entrusted with the purchase will only

charge the usual brokerage fees and expenses.

Bank Julius Baer reserves the right to record cashed coupons as well as redeemed Notes on any data carriers and to store them in this way instead of keeping them physically during the period prescribed by law, and to destroy them subsequently. This reproduction of coupons and/or Notes will remain in safekeeping at Bank Julius Baer during the statutory limitation period.

The Company undertakes not to appoint any other banks as paying or conversion agents and not to pay other banks any commissions or remunerations for the collection of coupons and Notes or for the conversion of Notes, without the consent of Bank Julius Baer.

The costs of informing the Noteholders of an early redemption according to paragraph 3 of the Terms of the Note, including the costs of publications, if any, shall be paid by the Company.

Article XIII

Communications

All communications to the Banks or the Noteholders regarding the Notes shall, unless otherwise specified in this Agreement or any other agreement, be made by airmail letter, telex, or cable and shall be sent by the Company to:

Bank Julius Baer & Co. Ltd.
36 Bahnhofstrasse
Zurich, Switzerland
attention: Manager of Stock Exchange Department
Telex No. 812 115 BAR CH
Cable BAERBANK ZURICH

as the representative of the Noteholders. All communications to the Company

from the Banks or the Noteholders regarding the Notes shall, unless otherwise specified in this Agreement or any other agreement, be sent by Bank Julius Baer to:

*

attention: *

Telex No. * *

Cable *

Article XIV

Underwriting Banks and Participation Amounts

The Banks participate in the rights and duties arising from this Agreement (except where the subject or context otherwise requires) severally, each one for its part, and not jointly, in respect of the following amounts:

Bank Julius Baer & Co. Ltd.

Sfr. *,000,000.--

*

Sfr. *,000,000.--

Sfr. *,000,000.--

=====

Article XV

Governing Law and Courts of Jurisdiction

The terms of this Agreement and the Notes issued thereunder shall be governed by, and construed in accordance with, Swiss law. Any dispute which might arise between the Banks or a Noteholder or the Noteholders, on the one hand, and the Company, on the other hand, regarding this Agreement shall fall within the jurisdiction of the ordinary Courts of Justice of the Canton of Zurich, the place of jurisdiction being Zurich 1, with the right

to appeal to the Swiss Federal Court of Justice in Lausanne where the law permits.

For such purpose and for the purpose of execution in Switzerland the Company elects legal and special domicile at the head office of Bank Julius Baer in Zurich, and Bank Julius Baer shall forward any documents received by it in this connection to the Company as soon as possible.

The Banks and the Noteholders shall also be at liberty to enforce their rights and to take legal action before the competent courts in Japan, in which case Swiss law shall be applicable with respect to the construction and interpretation of this Agreement, except for mandatory provisions of Japanese law relating to conversion.

Article XVI

Descriptive Headings

The descriptive headings in this Agreement are for convenience of reference only and shall not define or limit the provisions of the Agreement.

THUS DONE AND SIGNED in * originals, one for each party, in Zurich on *, 19*.

* CO., LTD.

by

BANK JULIUS BAER & CO. LTD.

by

Terms of the Note

The Note Purchase, Paying and Conversion Agency Agreement concluded between * Co., Ltd., *, a Japanese company (hereinafter called the "Company"), on the one part, and Bank Julius Baer & Co. Ltd., Zurich (hereinafter called "Bank Julius Baer"), *, (hereinafter all together with Bank Julius Baer called the "Banks"), on the other part, dated *, 19*, by virtue of * percent which Convertible Notes (hereinafter called the "Notes") of Swiss francs *,000,000 (* million Swiss francs) are constituted, includes the following provisions:

1. Denomination

The aggregate principal amount of the Notes of Swiss francs *,000,000 is represented by * bearer Notes in the denomination of Swiss francs 50,000 nominal amount each, numbered 1 to *.

2. Interest

The Notes bear interest from *, 19* at the rate of * percent per annum, payable semi-annually in arrears on * and *. For this purpose, the Notes are furnished with semi-annual coupons. The first coupon will become due and payable on *, 19* covering the period from *, 19* through *, 19*. Interest is computed on the basis of twelve 30-day months of a 360-day year.

3. Redemption

a) Final Redemption

The Company undertakes to repay the principal amount of the Notes at par, without further notice on *, 19*.

b) Optional Redemption

The Company reserves the right to redeem at its option and without any reasons whatsoever all outstanding Notes prior to final maturity on the following dates and at the following percentages of their principal amounts:

104	percent in case of redemption on *, 19*
103	percent in case of redemption on *, 19*
102	percent in case of redemption on *, 19*
101	percent in case of redemption on *, 19*
100 1/2	percent in case of redemption on *, 19*

plus in each case the interest accrued until the date of redemption. The Company will notify Bank Julius Baer of its intention to redeem

all outstanding Notes at least 60 days prior to the redemption date.

The Notes so redeemed or repaid shall cease to bear interest from the date on which they become due for repayment. They must be presented for payment with all outstanding coupons attached. The amount of missing coupons will be deducted from the sum due for payment, but such coupons shall be paid on presentation until such time as they become unenforceable by virtue of the Statute of Limitations in accordance with Swiss law.

c) Acceleration

The Company reserves also the right to redeem all outstanding Notes on the following dates or thereafter, provided that the closing price of the Company's shares of Common Stock on the * for a period of 30 consecutive exchange trading days was at least 150 percent of the Conversion Price on each such exchange trading day. If no closing price is so reported by the * for one or more exchange trading days, such day or days shall be disregarded in the calculation and shall not affect the said 30 days period. The Company shall notify Bank Julius Baer of its intention to redeem all outstanding Notes within 15 calendar days immediately following such thirtieth exchange trading day. All outstanding Notes will become due 60 days after receipt of such notice of early redemption by Bank Julius Baer. Such redemption shall be made at the following percentages of the principal amount of the Notes:

104	percent in case of redemption on *, 19* or thereafter
103 1/2	percent in case of redemption on *, 19* or thereafter
103	percent in case of redemption on *, 19* or thereafter
102 1/2	percent in case of redemption on *, 19* or thereafter
102	percent in case of redemption on *, 19* or thereafter
101 1/2	percent in case of redemption on *, 19* or thereafter
101	percent in case of redemption on *, 19* or thereafter
100 1/2	percent in case of redemption on *, 19* or thereafter

plus in each case the interest accrued until the date of redemption which will correspond to the 60th calendar day after receipt of notice by Bank Julius Baer.

Bank Julius Baer will immediately inform the noteholders of such early redemption, in such manner as Bank Julius Baer shall deem to be appropriate.

The Notes so redeemed or repaid shall cease to bear interest from the date on which they become due for repayment. They must be presented for payment with all outstanding coupons attached. The amount of missing coupons will be deducted from the sum due for payment, but such coupons shall be paid on presentation until such time as they become unenforceable by virtue of the Statute of Limitations in accordance with Swiss law.

d) Purchase

The Company and/or any of its affiliates may at any time purchase, at any market price through the intermediary of one of the Banks, hold and transfer Notes, subject to the regulations of the Swiss National Bank. The Company can surrender such purchased Notes (together with all unmatured coupons appertaining thereto) to Bank Julius Baer for cancellation. In such case Bank Julius Baer shall cancel them forthwith.

4. Payments

Interest and principal plus premium (if any) will be paid in the lawful money of the Confederation of Switzerland at the offices in Switzerland of Bank Julius Baer, at the face value shown on the coupons and Note plus premium (if any). Without prejudice to the third subparagraph of paragraph 6 below, the Company undertakes to pay without costs for the bearer of the Note, without any restriction, and whatever the circumstances may be, irrespective of the nationality and domicile of the noteholder and without requiring any affidavit or the fulfilment or any other formality, any sums due pursuant to the Terms of the Note in Swiss francs freely disposable, outside of any bilateral or multilateral payment or clearing agreement which may exist on the due dates between Japan and Switzerland, to Bank Julius Baer which shall act for this purpose as representative of the noteholders.

5. Prescription

Coupons, by virtue of the Statute of Limitations, will become unenforceable after a period of five years and the Note after a period of ten years, calculated from their due dates.

6. Taxation

Payment of interest and principal plus premium (if any) shall be made without deduction of any taxes, imposts or duties, present or future, withheld at source by any government or taxing authority in Japan.

In the event that any such taxes, imposts or duties should at any future time be imposed or levied, by any such authority in Japan, the Company shall remit to Bank Julius Baer such additional amounts as may be necessary to ensure that the holder of the Note receives, before any deduction made in pursuance of Swiss law, the face value of the coupons and the Note, plus premium (if any).

The foregoing provisions, however, do not exempt a holder of the Note or coupons from any taxes, imposts or duties imposed in Japan, and the Company shall not be obligated to pay or remit funds on account of such taxes, imposts or duties, if the holder of the Note or coupons is subject to taxation in Japan for reasons other than his ownership of the Note or coupons or the receipt of principal, premium (if any) or interest in respect thereof.

Should the Company at any time satisfy Bank Julius Baer that it has been or, on the occasion of the next payment due in respect of the Note, would be required to pay additional amounts pursuant to the provisions referred to above, it may, on giving not less than 60 days notice to Bank Julius Baer, redeem all, but not some only, of the Notes. Any such redemption shall be made on the following dates and at the following percentages of the principal amount:

102 percent in case of redemption on *, 19*
101 3/4 percent in case of redemption on *, 19*
101 1/2 percent in case of redemption on *, 19*
101 1/4 percent in case of redemption on *, 19*
101 percent in case of redemption on *, 19*
100 3/4 percent in case of redemption on *, 19*
100 1/2 percent in case of redemption on *, 19*
100 1/4 percent in case of redemption on *, 19*

plus in each case the interest accrued until the date of redemption.

The Notes so redeemed shall cease to bear interest from the date on which they become due for redemption. They must be presented for payment with all outstanding coupons attached. The amount of missing coupons will be deducted from the sum due for payment, but such coupons shall be paid on presentation until such time as they become unenforceable by virtue of the Statute of Limitations in accordance with Swiss law.

The interest on the Notes is, in accordance with Swiss law at present in force, not subject to the Swiss Federal Withholding Tax.

7. Conversion

The holder of the Note will, at any time on and after *, 19*, Zurich time, and prior to the close of business in Zurich on *, 19* (or in the case of the Notes called for early redemption, then on or prior to the close of business in Zurich ten business days prior to the date fixed for redemption), be entitled to convert the Note into shares of the Company's Common Stock (calculated as to each conversion to the greatest number of full shares, disregarding fractions and without cash adjustments) at the Conversion Price of initially Yen * per share of Common Stock, as adjusted from time to time, (with the Notes taken at their principal amount converted into Japanese Yen at the fixed rate of Yen * per Swiss franc 1.-). Any converting noteholder who elects to have shares transferred to him or her from Bank Julius Baer as nominee shareholder at the time of conversion of the Notes, and to become the holder of record of the shares, is permitted to do so without being subject to any restriction under Japanese foreign exchange and foreign trade control laws and regulations presently in force.

The Company is prohibited under the Japanese law presently in force from delivering a certificate or certificates for shares of Common Stock representing less than 1'000 shares which would have otherwise been deliverable upon conversion of the Note (as more fully provided in

paragraph 2 of Annex D of the Note Purchase, Paying and Conversion Agency Agreement, hereinafter called "Conversion Schedule"). The Company shall purchase or cause to be purchased from the converting noteholder the shares for which the Company is thereby prohibited from delivering a certificate or certificates, at the last reported sale price (regular way) of a share of Common Stock of the Company on the * on the effective date of such purchase, or, if no sale takes place on such exchange on such day, the price at which shares of the Company are first traded (regular way) on such exchange subsequent to such day, less an amount equivalent to applicable brokerage commission and, if applicable, Japanese securities transfer tax to be withheld.

The Notes must be deposited for conversion at the counters of Bank Julius Baer at its head office in Zurich together with all unmatured coupons, failing which the noteholder must pay an amount equal to the face value of missing coupons.

Delivery of shares upon conversion will take place in Japan exclusively.

No payment or adjustment shall be made on conversion for interest accrued on any Note which is converted. Dividends or interim dividends (a cash distribution pursuant to Article 293-5 of the Commercial Code of Japan) on shares of Common Stock issued upon conversion of Notes will accrue from the beginning of the Dividend Accrual Period during which the conversion of such Notes becomes effective. The right to convert Notes called for redemption will expire at the close of business in Zurich ten business days prior to the redemption date. "Dividend Accrual Period" shall mean each six month period ending on * and * in each year.

The Conversion Price is subject to adjustment in certain events as set forth in the Conversion Schedule which is available for inspection by the bearer of any Note and which constitutes an integral part of the Terms of the Note, including:

- a) the declaration of a dividend in, or the authorization of a free distribution of, Common Stock;
- b) sub-divisions, consolidations and re-classifications of Common Stock;
- c) the offering or issuance to holders of Common Stock of rights or warrants to subscribe for, or purchase, Common Stock at less than the current market price;
- d) the distribution to holders of Common Stock of evidences of its indebtedness, or of assets, or of rights or warrants to subscribe for, or purchase, securities (other than those mentioned herein);
- e) the issue of securities (other than the Notes) by their terms convertible into, or exchangeable for, Common Stock at a consideration per share which is less than the current market price;

f) the issue of Common Stock at less than the current market price;

g) the offer or issue of rights or warrants to subscribe for, or purchase, Common Stock (other than those mentioned above) exercisable at less than the current market price;

provided, however, that the Conversion Price will not be reduced below the par value of the Common Stock (currently Yen 50) as a result of any such adjustment, unless, under applicable Japanese law then in effect, Notes could be converted at such reduced Conversion Price, into legally issued, fully paid and non-assessable shares.

As long as any of the Notes are outstanding, the Company has agreed that it will not take any action which would result in the adjustment of the Conversion Price if, after giving effect thereto, the Conversion Price would be decreased to such an extent that the shares, under applicable Japanese law then in effect, could not be legally issued at such reduced Conversion Price as fully paid and non-assessable shares.

Bank Julius Baer shall at no time be under any duty or responsibility to any noteholder, to determine whether any facts exist which may require any adjustment of the Conversion Price, or with respect to the nature or extent of any such adjustment when made, or with respect to the method employed, in making the same. Bank Julius Baer shall at no time be under any duty or responsibility with respect to the validity or value (or the kind or amount) of any shares of Common Stock, or of any other securities, property or cash which may at any time be issued or delivered upon the conversion of any Note, and Bank Julius Baer makes no representation with respect thereto. Bank Julius Baer shall not be responsible for any failure of the Company to make any cash payment or to issue, transfer or deliver any shares of stock or share certificates or other securities or property upon the surrender of any Note for the purpose of conversion or to comply with any of the covenants of the Company contained in the Conversion Schedule.

Bank Julius Baer and the Company may from time to time amend the provisions of this paragraph 7 and the Conversion Schedule without the consent of the holders of the Notes and coupons, in the event that Bank Julius Baer and the Company agree that such amendment is necessary or desirable as a result of a change in the Japanese Commercial Code or other related laws and regulations, which may come into effect subsequent to the issuance of the Notes. Such amendment of this paragraph 7 and the Conversion Schedule shall be binding on the holders of the Notes and coupons.

8. Events of default

Except when the Company shall have remedied the default in question, or, with respect to subparagraph 8 c), the default under such other loan or obligation, within the period of 15 days after receipt of written notice of default from Bank Julius Baer on behalf of the noteholders, and notwithstanding the provisions of paragraphs 3 and 6 heretofore, all outstanding Notes, plus accrued interest, shall

immediately and automatically become due and payable on demand of Bank Julius Baer at their par value in any of the following events:

- a) in case the Company has been in default for a continuous period of 30 days with the payment of interest on the Notes;
- b) in case the Company has been in default for a continuous period of 60 days with performance or observance of any other material covenant of the Terms of the Note, which Bank Julius Baer deems to be material in its sole discretion;
- c) in case of premature repayment of any other loan, notes or similar obligations issued, assumed or guaranteed by the Company, is requested because of default on the part of the Company in performance of any of its obligations and Bank Julius Baer, on behalf of the noteholders, shall consider such default to be materially prejudicial to the interests of the noteholders;
- d) in case the Company files a petition in bankruptcy or a petition to take advantage of any insolvency or reorganization act, or in case the Company is adjudicated bankrupt, or in case a court of competent jurisdiction enters an order or decree appointing a receiver or trustee for the Company, or for the whole or substantially all of the property of the Company, without the consent of the Company, and such adjudication, order or decree shall not be vacated or set aside or stayed within ninety days from its entry or such longer period as Bank Julius Baer may agree.

For the purpose of subparagraph 8 c) heretofore, the Company shall not be deemed to be in default if in good faith it disputes the alleged default and such security or guarantee as shall reasonably be required by Bank Julius Baer shall have been given for the payment of the amount in dispute.

9. Liquidation, sale or transfer of assets, merger

In case of (i) liquidation, sale or transfer of all or a substantial part of the assets of the Company, or merger in which the Company is not the surviving company, or (ii) reorganization of the Company, unless in the opinion of Bank Julius Baer such reorganization includes adequate protection of the noteholders, Bank Julius Baer has the right, but not the obligation, notwithstanding the provisions of paragraphs 3, 6, and 8 heretofore, to declare on behalf of the noteholders all outstanding Notes plus accrued interest to be due and payable at their par value 30 days after dispatch by Bank Julius Baer of a written notice to the Company.

10. Negative pledge

The Company undertakes that, during the lifetime of these Notes and until such time as they shall have been completely repaid or converted, it will not secure other notes or bonds (other than commercial paper

and notes associated with loans made by banks or other financial institutions and neither designed for public or private offering nor listed at any stock exchange nor otherwise traded) issued by the Company, by creating mortgage, lien, pledge, or charge on its assets for the benefit of the holders thereof, without at the same time letting the noteholders of the present Notes share equally and ratably in such security or providing the present Notes with security or guarantee which Bank Julius Baer shall consider as being equivalent (negative pledge).

11. Authorization

The Company has taken such procedures with the Minister of Finance of Japan as are necessary under Japanese foreign exchange and foreign trade control laws and regulations presently in effect to enable the Company to issue the Notes, and to be, in general, authorized to acquire and transfer to Switzerland Swiss francs which are freely disposable in order to pay interest, premium (if any) on the Notes, and to repay the principal sum when due.

The funds to be acquired by the Company as aforesaid will be freely disposable irrespective of any bilateral or multilateral payment or clearing agreement which may exist at the time of such payments between Japan and Switzerland.

12. Governing law and courts of jurisdiction

The Notes and coupons are subject to, and governed by, and shall be construed in accordance with, Swiss law. Any dispute which might arise between the holders of the Notes, on the one hand, and the Company, on the other hand, regarding the Notes or the coupons, shall be governed by Swiss law and falls within the jurisdiction of the ordinary Courts of Justice of the Canton of Zurich, place of jurisdiction being Zurich 1, with the right to appeal to the Swiss Federal Court of Justice in Lausanne where the law permits. For that purpose and for the purpose of execution in Switzerland, the Company elects legal and special domicile at Bank Julius Baer at its head office in Zurich.

The noteholders are also at liberty to enforce their rights, and to take legal action, before the competent Courts of Justice of Japan, in which case Swiss law shall be applicable with respect to the construction of the Notes and these Terms of the Note.

13. Descriptive Headings

The descriptive headings in these Terms of the Note are for convenience of reference only and shall not define or limit the provisions of the Terms of the Note.

Form of Scrip Certificate

S C R I P C E R T I F I C A T E

* percent Swiss franc Convertible Notes 19* to 19*
of Swiss francs *,000,000 nominal
due *, 19*

convertible into shares of Common Stock of

* Co., Ltd.

*, Japan

CONVERTIBLE NOTE OF SWISS FRANCS *,000,000

* Co., Ltd. owes to Bank Julius Baer & Co. Ltd., or order, the amount of
* million Swiss francs plus premium (if any) and interest at * percent
per annum, in accordance with the Note Purchase, Paying and Conversion
Agency Agreement, dated *, 19*.

This Scrip Certificate shall be exchanged against the definitive Notes as
soon as they are printed.

, 19

* CO., LTD.

By _____
*

Form of Definitive Notes (front page)

* CO., LTD.

*, Japan

* percent Swiss franc Convertible Notes 19* to 19*

of Swiss francs *,000,000 nominal

due *, 19*

convertible into shares of Common Stock of * Co., Ltd. in accordance with the terms printed on the back hereof.

CONVERTIBLE NOTE OF SWISS FRANCS 50,000

No. (1 - *)

* Co., Ltd. promises to pay to the holder of this Note upon its surrender the amount of fifty thousand Swiss francs plus premium (if any), in accordance with the terms printed on the back hereof.

, 19

- 4

* CO., LTD.

By _____

Forms of Interest Coupons(Front side)

:	:	:	:
:	* Co., Ltd.	:	Coupon
:		:	No. 1
:	* percent convertible Notes 19* to 19*	:	:
:	of Swiss francs *,000,000	:	:
:	due *, 19*	:	:
:		:	:
:	convertible Note of Swiss francs 50,000	:	:
:		:	:
:	Interest due *, 19* covering	:	:
:	the period from *, 19* through	:	:
:	*, 19*	:	Sfr. *
:		:	:
:	Semi-annual Interest due *, 19..	:	Sfr. *
:		:	:
:	Semi-annual Interest due *, 19..	:	Sfr. *
:		:	:

(Reverse side)

:	:
:	This coupon is payable in Switzerland
:	at the offices of
:	Bank Julius Baer & Co. Ltd.
:	:

Text of Legal Opinion

Sfr. *,000,000 Convertible Notes due *, 19* (the "Notes") to be issued by * Co., Ltd. (the "Company")

Gentlemen:

We, *, a law firm duly authorized to practice law in Japan, acting for the purpose of this opinion as counsel to the Company do hereby declare as follows:

Having examined:

1) certified copies of the Minutes of Meetings of the Board of Directors of the Company held on * and *, 19*;

2) the Note Purchase, Paying and Conversion Agency Agreement dated *, 19* (the "Agreement");

3) the "Prior Notification on Issuance or Floatation of Securities", filed with the Minister of Finance, dated *, 19* (together with an amendment thereto dated *, 19*), with respect to the issuance of the Notes, and the clearance by the Minister of Finance of *, 19* as to the date as from which the issue and offering of the Notes are permitted to be made (the "Notification");

4) the Articles of Incorporation of the Company;

5) the Regulations of the Board of Directors of the Company;

6) the Share Handling Regulations of the Company;

7) a certified copy of the registration record of the Company

(One set of originals and * sets of certified copies of the foregoing documents, other than the Agreement are delivered to you under separate cover.);

We are pleased to confirm that in our opinion:

1) The Company is a duly organized and existing corporation of good standing under the laws of Japan being the jurisdiction of its incorporation, organization, and legal domicile.

2) The Company has power to enter into the Agreement, and to issue the Notes as described in the aforesaid Agreement, including its annexes, according to the aforesaid resolutions at the aforesaid meetings of the Board of Directors in the manner therein set out, and the Agreement, when duly executed and delivered by (name and title) of the Company, and the Notes, when duly executed and delivered by (name and title) of the Company by facsimile as contemplated by the Agreement, will be legally valid and binding agreement and Notes of the Company in accordance with their respective terms.

3) The Notification was duly filed with the Minister of Finance of Japan for issuance by the Company of the Notes or conversion thereof into shares of the Company as contemplated in the Agreement and its annexes, and no further governmental approvals are required for the issuance or conversion of the Notes, or the issuance of the shares of Common Stock of the Company issuable upon conversion of the Notes.

We do not purport to be experts in, or generally familiar with, or qualified to express legal opinions based on, any law other than the law of Japan and accordingly express no legal opinion herein based upon any law other than the law of Japan.

In giving the foregoing opinion, we have relied, among others, on the documents mentioned above and have assumed for the purpose of rendering

this opinion which is limited to the matters concerning the law of Japan that nothing in the applicable law of any other jurisdiction would conflict with, or preclude the effectiveness or enforcement of, the Notes, including the Scrip Certificate, or the Agreement. We have further assumed due authorization of the transactions contemplated by, and due execution and delivery of, the Agreement by Bank Julius Baer & Co. Ltd., * , which facts we have not independently verified.

B Neue Konvention der Bankiervereinigung

Nach Abschluss der vorliegenden Arbeit ist auf Anfang Mai 1987 eine neue Vereinbarung über Notes ausländischer Schuldner (Konvention XIX der Bankiervereinigung) in Kraft getreten, welche auf der seit 1984 bestehenden Regelung aufbaut und diese nun ablöst (vgl. dazu Anm.619).

Für Notes-Finanzierungen in Stückelungen von SFr. 50 000.- und mehr statuiert sie eine Prospektpflicht. Der Informationsgehalt soll sich grundsätzlich an OR 1156 i.V.m. 651 II orientieren. Darüber hinaus werden zusätzliche Angaben -wie Informationen über den Geschäftsgang, Nennung allfälliger Bürgen oder Garanten, Hinweise auf verwendete Quellen und bestehende Ratings- gefordert.

Emissionen mit Stückelungen unter SFr. 50 000.- sollen der Vereinbarung zufolge "wie Obligationenanleihen" behandelt werden.

Das Thema hat damit nichts von seiner Problematik und Aktualität verloren. Die Fragen sind und bleiben in Bewegung. -Vergleiche darum insbesondere §3: zur Problematik an sich; §1C: zur Differenzierung der Emissionsarten; sodann zur Unterscheidungsnotwendigkeit Wertpapierart/Emissionsart vor allem S.45; §14: zur Notwendigkeit eines weiterreichenden Anlegerschutzes bei der Emission von Notes; ferner §16A: zur Problemlösung mittels Vereinbarung.

Konvention XIX
über Notes ausländischer Schuldner

Convention XIX
relative aux Notes de débiteurs étrangers

Im Bestreben, den interessierten Käufern und Inhabern von Notes ausländischer Schuldner bei der Emission und während der Laufzeit eine zweckmässige und einheitliche Information über den Schuldner und gegebenenfalls den Bürgen oder Garanten zu ermöglichen, schliessen die unterzeichneten Finanzinstitute folgende Vereinbarung ab:

Art. 1: Geltungsbereich

¹ Diese Konvention bezieht sich auf Notes-Finanzierungen, das heisst Emissionen, welche durch die Syndikatsbanken bei ihrer Anlagekundschaft direkt platziert werden, nicht zur Kotierung vorgesehen sind und in Stückelungen von Fr. 50 000.– und mehr ausgegeben werden.

² Emissionen mit Stückelungen unter Fr. 50 000.– sind wie Obligationenanleihen zu behandeln.

³ Für Obligationenanleihen sind die gesetzlichen Vorschriften, insbesondere Art. 1156 OR, sowie bei Kotierungen die Kotierungsreglemente, ohne Einschränkung anwendbar.

Art. 2: Prospektpflicht

¹ Das federführende Institut erstellt einen Prospekt gemäss Art. 3 dieser Konvention. Im Prospekt sind die Mitglieder des Syndikats namentlich aufzuführen, soweit sie bei Erstellung des Prospekts bekannt sind.

² Die unterzeichneten Institute verpflichten sich, bei Emissionen, die nach dieser Konvention prospektpflichtig sind, nur mitzuwirken, wenn das federführende Institut diese Konvention unterzeichnet hat.

Art. 3: Inhalt des Prospekts

¹ Der Inhalt des Emissionsprospekts richtet sich nach Art. 1156 OR und sinngemäss nach Art. 651 Abs. 2 OR.

² Über die gesetzlich verlangten Angaben hinaus enthält der Prospekt folgende Hinweise:

a) Eine Kurzfassung der Anleihebedingungen, allenfalls der Wandel- oder Optionsbedingungen.

Sofern einzelne dieser Bedingungen vorläufiger Natur sind, ist darauf hinzuweisen.

Dans le but de permettre aux acheteurs intéressés et aux détenteurs de Notes émises par des débiteurs étrangers d'obtenir, lors de l'émission et pendant la durée de l'emprunt, les informations utiles, présentées de façon uniforme, concernant le débiteur et, le cas échéant, la caution ou le garant, les établissements financiers soussignés concluent la Convention suivante:

Art. 1: Champ d'application

¹ La présente Convention s'applique aux financements sous forme de Notes, soit aux émissions de papiers-valeurs placés directement par les membres du syndicat auprès de leur clientèle, émis sous forme de titres de fr. 50 000.– nominal ou plus et non cotés.

² Les émissions sous forme de titres d'un nominal inférieur à fr. 50 000.– doivent être traitées comme des emprunts obligataires.

³ Les prescriptions légales, en particulier l'art. 1156 CO, et, lorsqu'ils sont cotés, les règlements de cotation, sont applicables sans restriction aux emprunts obligataires.

Art. 2: Obligation d'émettre un prospectus

¹ L'établissement chef de file établit un prospectus conformément à l'art. 3 de la présente Convention. Les membres du syndicat doivent être mentionnés nommément dans le prospectus, pour autant qu'ils soient connus lors de l'établissement de celui-ci.

² Les établissements signataires s'engagent à ne prendre part aux émissions soumises à l'obligation d'émission d'un prospectus selon la présente Convention que si l'établissement chef de file a signé cette Convention.

Art. 3: Contenu du prospectus

¹ Le contenu du prospectus d'émission est déterminé par l'art. 1156 CO et, par analogie, par l'art. 651, al. 2 CO.

² Outre les renseignements exigés par la loi, le prospectus contient les indications suivantes:

a) Un résumé des conditions de l'emprunt, au besoin des conditions de l'exercice des droits de conversion ou d'option.

Dans la mesure où certaines de ces conditions sont de nature provisoire, le prospectus doit l'indiquer.

Auf Verlangen eines Zeichners sind diesem die vollständigen Anleihebedingungen vor Libération zur Verfügung zu stellen.

- b) Angaben über den Geschäftsgang, sofern mehr als sechs Monate seit Veröffentlichung des letzten Jahresabschlusses vergangen sind.
- c) Die Nennung allfälliger Bürgen oder Garanten.
Auf Angaben gemäss b) kann ausnahmsweise ganz oder teilweise verzichtet werden, wenn ein für die Verpflichtungen des Emittenten uneingeschränkt garantierender Dritter am Geschäft mitwirkt. In diesem Falle sind die vollständigen Angaben über den Garanten zu geben.
- d) Den Hinweis, aus welcher Quelle die verwendeten Informationen stammen.
- e) Den Hinweis auf allenfalls bestehende Qualitätszeichen (= Ratings) international anerkannter Ratinginstitute von Mittelaufnahmen (Eigen- und Fremdmittel) von Schuldner und Bürgen oder Garanten.
- f) Bei aktiengebundenen Emissionen die Angabe, ob Beteiligungspapiere von Schuldner und Bürgen oder Garanten in deren Domizilland an öffentlich oder privat reglementierten Hauptbörsen gehandelt werden, sowie die Börsenkurse (höchst/tiefst) über mindestens die letzten drei Jahre.
- g) Den Hinweis, dass das federführende Institut den Schuldner verpflichtet hat, ihm während der Laufzeit der Notes Geschäftsberichte, Kontrollstellenberichte und Zwischenberichte über Geschäftslage und -entwicklung des Schuldners und gegebenenfalls solche von Bürgen oder Garanten zukommen zu lassen, welche von den Mitgliedern des Syndikats in einer schweizerischen Landessprache oder in Englisch (allenfalls als Übersetzung) zur Verfügung der Investoren gehalten werden.

A la demande d'un souscripteur, les conditions exhaustives de l'emprunt doivent être mises à disposition avant la libération.

- b) Des renseignements sur la marche des affaires, si plus de six mois se sont écoulés depuis la publication du dernier bilan annuel.
- c) Le nom des cautions ou des garants éventuels.
Exceptionnellement, on peut renoncer à fournir les indications prévues sous lettre b) ci-dessus, en totalité ou en partie, si un tiers garantissant de façon illimitée les engagements de l'émetteur participe à l'opération. Dans ce cas, des renseignements complets doivent être fournis sur le garant.
- d) L'indication de la source des informations utilisées.
- e) L'indication des éventuels indices de qualité (= Ratings) attribués par des instituts internationalement reconnus aux appels de fonds (fonds propres et fonds étrangers) du débiteur et des cautions ou garants.
- f) La mention de la négociation éventuelle des titres de participation du débiteur et des cautions ou garants auprès des principales bourses soumises à une réglementation privée ou publique de leur pays de domicile, ainsi que les cours boursiers (maximum/minimum) des 3 dernières années au moins, pour les émissions ayant des incidences dans le domaine de actions.
- g) La mention que le débiteur s'est engagé vis-à-vis de l'établissement chef de file à lui communiquer pendant la durée de validité des Notes les rapports annuels, les rapports de l'organe de révision et les rapports intermédiaires sur la marche de ses affaires et, le cas échéant, sur celle des cautions ou garants. Les membres du syndicat tiendront ces documents à disposition des investisseurs, dans une des langues nationales suisses ou en anglais (au besoin sous forme de traduction).

■

Art. 4: Verbreitung des Prospekts

¹ Das federführende Institut stellt den Prospekt den Syndikatsmitgliedern zur Verfügung und verpflichtet diese, den Prospekt ihren an der Zeichnung der Notes interessierten Kunden auf Anfrage hin abzugeben.

² Eine Publikation des Prospektes (auch auszugsweise) in den Medien erfolgt nicht.

Art. 4: Diffusion du prospectus

¹ L'établissement chef de file met le prospectus à disposition des membres du syndicat et enjoint à ces derniers de remettre, sur demande, le prospectus à leurs clients intéressés par la souscription des Notes.

² Le prospectus n'est pas publié dans les médias (même sous forme d'extraits).

Art. 5: Inkraftsetzung/Kündigung/Übergangsbestimmungen

¹ Die vorliegende Konvention tritt am 1. Mai 1987 in Kraft und gilt auf unbestimmte Dauer. Ein Beitritt ist jederzeit möglich.

² Die Konvention kann von jedem unterzeichneten Institut unter Einhaltung einer Frist von einem Jahr auf Ende eines Kalenderjahres durch schriftliche Anzeige an die Geschäftsstelle der Schweizerischen Bankiervereinigung gekündigt werden. Diese orientiert sofort sämtliche Mitglieder, welche alsdann das Recht haben, sich binnen eines Monats der Kündigung anzuschliessen.

³ Art. 3, g) dieser Konvention gilt sinngemäss auch für jene Notes-Anleihen, die unter der Konvention vom 31. August 1984 herausgegeben worden sind.

Art. 5: Entrée en vigueur/dénonciation/dispositions transitoires

¹ La présente Convention entre en vigueur le 1^{er} mai 1987 et est conclue pour une durée indéterminée. Il est possible d'y adhérer en tout temps.

² Chaque établissement signataire peut dénoncer la présente Convention pour la fin d'une année civile, moyennant un préavis d'une année, en adressant une déclaration écrite au secrétariat de l'Association suisse des banquiers. Le secrétariat en informera immédiatement l'ensemble des adhérents, qui auront alors le droit de se joindre au démissionnaire pendant un délai d'un mois.

³ L'art. 3, g) de la présente Convention s'applique par analogie à tous les emprunts émis sous forme de Notes et soumis à la Convention du 31 août 1984.

LEBENS LAUF

Am 10. März 1959 wurde ich in Zürich geboren. Dort besuchte ich Primar- und Mittelschulen, welche ich 1979 mit dem Erwerb der Wirtschaftsmatura abschloss. Darauf folgte ein Praktikumsjahr, das mich unter anderem auch ins Ausland brachte.

1980 nahm ich das Studium an der Rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich auf. Daneben führte mich eine beginnende Lehrtätigkeit an die Berufsschule der Stadt Zürich und verschiedene Handelsschulen. 1985 durfte ich das Lizentiat der Rechtswissenschaft erwerben.

Seit 1985 bin ich nun als wissenschaftlicher Assistent von Prof. Dr. Peter Forstmoser an der Rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich tätig.

Meine Promotion zum Doktor der Rechtswissenschaft ist am 15. Juli 1987 erfolgt.

